全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE GURU INVESTOR
投资大赢家

华尔街十位超级投资大师的投资策略实录

［美］约翰·里斯（John P. Reese）　杰克·福汉德（Jack M. Forehand）◎著　于军◎译

告诉你不一样的投资组合　轻松掌握买进卖出的时机



WARREN BUFFETT
PETER LYNCH
BENJAMIN GRAHAM
KEN FISHER
JOEL GREENBLATT
JOHN NEFF
JAMES O SHAUGHNESSY
DAVID DREMAN
MARTIN ZWEIG
JOSEPH PIOTROSKI

10

HOW TO BEAT THE MARKET USING HISTORY'S BEST INVESTMENT STRATEGIES



中国人民大学出版社
China Renmin University Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

投资大赢家/（美）里斯，（美）福汉德著；于军译.
北京：中国人民大学出版社，2009
ISBN 978-7-300-11389-0

Ⅰ.投…
Ⅱ.①里…②福…③于…
Ⅲ.证券投资－基本知识
Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2009）第198336号

投资大赢家
[美] 约翰·里斯 杰克·福汉德 著
于 军 译

出版发行	中国人民大学出版社		
社　　址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电　　话	010－62511242（总编室）		010－62511398（质管部）
	010－82501766（邮购部）		010－62514148（门市部）
	010－62515195（发行公司）		010－62515275（盗版举报）
网　　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经　　销	新华书店		
印　　刷	北京京北印刷有限公司		
规　　格	170 mm×250 mm　16开本	版　　次	2009年12月第1版
印　　张	14.5 插页2	印　　次	2009年12月第1次印刷
字　　数	212 000	定　　价	39.80元

版权所有　侵权必究　　印装差错　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



湛庐文化·出品
Cheers Publishing

编辑手记

简单的靠山

学习投资的方法有很多种，你可以读书，也可以先到实战中去小试牛刀，然后再来结合亲身的经历，学习前人成败的智慧。但无论如何，你总希望找到一个最简单的靠山，依靠它，百战百胜，所向披靡。

你也许读过《滚雪球》、《查理·芒格传》、《索罗斯传》，大师们的光辉惊艳照人，他们的故事或跌宕起伏，或平实质朴，细细研读，都能从中悟出许多投资的真谛。

你也许也读过《富总裁教你买基金》、《基金非常道》，它们是专业人士为普通大众打造的投资入门书，简单易懂，操作性强，会帮助你一步一步成为更加熟练、更加精通投资工具的高手。

当你拥有了大师的思想和应用纯熟的工具，肯定会发现《博格长赢投资之道》、《理柏论财智》这样的书将会给你很大的帮助，帮助你把大师的思想和投资的实践结合起来，不过它们只能教给你一位大师的策略，且要读深读透也不是件容易的事。

那么，有没有一本书能同时学到10位顶尖大师的策略？有没有一本书能给你一些指标，拿着这些指标就能筛选出大师们都验证过的最赚钱的股票？《投资大赢家》就是这样的一本书，它会让你对这些耳熟能详的大师有新的了解；它会为你提供一些最简单的指标和工具，用这些指标和工具，你只要判断“通过”还是“不通过”，最赚钱的股票就尽收囊中了。

达芬奇说过：简单的招数用到极致就是绝招。真的如此简单？翻开本书验证一下吧，相信你一定能找到自己的绝招。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


湛庐文化·出品
Cheers Publishing

一切为了您的阅读价值

常常阅读我们图书的读者一定都记忆犹新，2008年前出版的图书中，都放置了一篇题为“一切为了您的阅读体验”的文章，文中所谈，如今都得到了读者的广泛认同，也得到了出版业内同行的追随。

在我们2008年以后的新书以及重印书中，读者会看到这篇“一切为了您的阅读价值”；而对于我们图书的新读者，我们特别在整本书的最后几页，放置了“一切为了您的阅读体验”的精编版。今后，我们将在每年推出崭新的针对读者阅读生活的不同设计和思考。

★ 您知道自己为阅读付出的最大成本是什么吗？
★ 您是否常常在阅读过一本书籍后，才发现不是自己要看的那一本？
★ 您是否常常发现书架上很多书籍都是一时冲动买下，直到现在一字未读？
★ 您是否常常感慨书籍的价格太贵，两百多页的书，值三十多元钱吗？

阅读的最大成本

读者在选购图书的时候，往往把成本支出的焦点放在书价上，其实不然。**时间才是读者付出的最大阅读成本。**

阅读的时间成本=选择图书所花费的时间+阅读图书所花费的时间+误读图书所浪费的时间

选择合适的图书类别

目前市场上的**图书来源**可以分为**两大类，五小类：**

1. 引进图书：引进图书来源于国外的出版公司，多为从其他语种翻译成中文而出版，反映国际发展现状，但与中国的实际结合较弱，这其中包括三小类：

a）教科书：这类书理论性较强，体系完整，但多为学科的基础知识，适合初入门的、需要系统了解一门学问的读者。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

b）专业书：这类书理论性、专业性均较强，需要读者拥有比较深厚的专业背景，阅读的目的是加深对一门学问的理解和认识。





c）大众书：这类书理论性、专业性均不强，但普及性较强，贴近现实，实用可操作，适合一门学问的普通爱好者或实际操作者。

2. 本土图书：本土图书来源于中国的作者，反映中国的发展现状，与中国的实际结合较强，但国际视野和领先性与引进版相比较弱，这其中包括两小类，可通过封面的作者署名来辨别：



a）"著"作：这类图书大多为作者亲笔写就，请读者认真阅读"作者简介"，并上网查询、验证其真实程度，一旦发现优秀的适合自己的作者，可以在今后的阅读生活中，多加留意。系统地了解几位优秀作者的作品，是非常有益的。

b）"编著"图书：这类图书汇编了大量图书中的内容，拼凑的痕迹较明显，建议读者仔细分辨，谨慎购买。

七 阅读的收益

阅读图书最大的收益，来自于获取知识后，**应用于**自己的**工作和生活**，获得品质的**改善和提升**，由此，油然而生一种无限的**满足感**。

业绩的增长 

 一张电影票

职位的晋升 

 一顿麦当劳



工资的晋级 



一次打车费

更好的生活条件 

 两公斤肉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中文版序



对世界各地的投资者来说，2008 年的全球金融危机和股市崩盘都是惨痛的打击，但它们却给人们留下醒目的一课：天下没有免费的午餐。无论是投资美国、中国还是全球其他任何国家的股票市场，都并非易事。

对许多投资者来说，这并非一个新教训，只不过早被遗忘罢了。多年来，美国、欧洲以及世界其他地区肆无忌惮的借贷，虚假地支撑了不断上升的资产价格。投资者受此蒙蔽，开始对自己的投资做出危险的假设：

他们确信无疑，美国房地产价格将无限持续上升，因此，金融公司贪婪吞噬的抵押证券造成的风险会很小。

中国、印度、巴西等新兴市场都是经济巨幅增长的源泉，因此无论美国和欧洲遭遇什么麻烦，这些国家的市场都能支撑下来。

技术进步已使金融信息可随时传送给投资者，这样就能避免股票、债券或任何其他资产类别的不当定价。

这些以为股票投资会让人轻松赚取巨额利润的假设，在短短数月的动荡里，就被震得粉碎。“只要爬上这趟不断前进的市场列车，坐下来，就可以等着钞票进口袋”的理论已不再适用。

但是，市场总会让那些自以为是的人们备受挫败，发生在 2008 年和 2009 年的事实就是最好的印证。这些事实再次强调了：在股市随意投资无异于玩火自焚。如果你想在市场上长期谋利，你需要找到一种方法，来确定资产雄厚、经营顺利的公司。这些公司拥有良好的资产负债表、成功的历史记录和坚实稳固的管理——它们不仅在好光景时业绩出众，在经济周期性的低迷时期也能顺利度过，甚至能度过诸如人们刚刚目睹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的那类世界危机。

幸运的是，早在2008年的金融危机前，我就学会了这个教训。实际上，10年前，当我开始研究股市大师（你会在此书中逐一认识）时，我就开始了对此教训的研究。这些华尔街巨亨——沃伦·巴菲特、彼得·林奇、本杰明·格雷厄姆等，创造了一些史上最出色的投资纪录，而许多投资者毫不知情的是，他们都很友好，乐于在相关书籍和学术文章中分享他们的选股策略或建议。虽然他们的风格各有不同，但都有一个重要的共性：他们都关注实力雄厚、记录良好的公司——你可以从资产负债表、损益表以及股东报告的数字中识别出它们。

像巴菲特、林奇、格雷厄姆这样的投资者不会因为某公司拥有让人心潮澎湃的产品，或者市场上流传着某公司即将创造强劲绩效的消息，或是仅仅因为他们感觉即将出现更广阔的市场而去购买该公司的股票。他们购买的原因是通过他们的研究，确定发行这些股票的公司是名副其实的赢家，而且它们的股价是在合理的水平上交易的。无论在经济繁荣还是萧条时期，他们所坚持的这种分析心态，将他们与其他投资者区分开来，并使他们获得了意想不到的成功。

我对这些股市大师的了解越多，受他们逻辑和智慧的影响就越深。现在，我也有了一个大显身手的好机会：因为他们的做法主要是（或完全）依靠对企业的财务和库存数据进行定量分析之后做出决策，因此我将我计算机科学和人工智能方面的知识背景派上用场，创造出套用大师策略的计算机模型。只需点击几下鼠标，就能筛选出数千只股票，再配合使用大师们经久不衰的标准，就能找到必胜的股票。

最让人诧异的是，一些策略早在60年前就已为人们所知，而如今它们仍然奏效。为什么呢？就是因为它们都专注于实力雄厚、成熟，且股价便宜的企业，而非专家们强调的“热门”股票。虽然随着时间的推移，商业条件会发生转变，但企业成功的本质却大致相同。无论是在格雷厄姆（你将读到的最年长的大师）投资的20世纪三四十年代，还是在今天，强劲的销售增长、低负债、高利润都是成功企业的标志。

数字证明，这些策略的回报率仍会很高。早在2003年，通过使用受大师启发开发的任一种计算机模型，我开始追踪所选股票的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

截至2009年9月15日，本书中讨论的所有10个策略模型都大幅跑赢大盘（以标准普尔500指数进行衡量），平均而言，10个模型最开始使用时每年获得7.8%的收益（其中大部分是在6年前开始使用的），而标准普尔的年均亏损达0.3%。因此在市场相对萧条的时期，年收益率接近8%。

跨越边境

事实上，大师们的策略圈定了成功公司的内在品质，同时这也蕴含了另一层意义：我所开发的用于分析美国市场的模型，与其他国家的市场也息息相关。

无论你是投资美国、印度、中国，甚至是火星（就投资而言），成就良好商业的原则都始终相同。无论在哪，长期稳定的利润增长、低负债、高股东权益回报率都是引导企业获取成功的必备条件。同样，无论公司总部位于何处，股票交易在哪进行，高杠杆率、不统一的销售或收入增长、不足的现金流都会使企业陷入泥潭。

近年来中国经济的巨幅增长（以及潜在的更大增长空间），致使全球众多投资者聚焦中国。如果投资者能够区分谁是强劲的、有长期发展潜力的公司，谁是一味炒作、投机取巧的公司，那么他们将立于市场不败之地。当投资世界认准了市场某领域的巨大商机时，投资者往往就会盲目地涌入这一领域。以20世纪90年代末整个世界市场形成的互联网泡沫为例，那时因错误预见了科技股的增长空间，投资者纷纷批量购入任何可以到手的股票，包括那些缺乏记录且毫无收益可言的股票。当泡沫破碎时，真正强劲的企业活了下来，而那些没有扎实业务基础的企业却濒临破产，对这类企业投资的投资者也难逃此劫。

面对中国巨大的增长潜力而广泛投资的现状，会不会也是追逐泡沫呢？世界上最成功的投资者已将目光转向了中国。最具代表性的是巴菲特，他对中石油投资了几十亿美元，对汽车制造商——比亚迪汽车投资更多，果不出他所料，近来已大获成功。对冲基金大王索罗斯也表示，“中国将成为推动全球经济发展的新动力”，随着我们日渐摆脱金融危机，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国正收拾美国消费者留下的残局。债券大师——太平洋投资管理公司（PIMCO）的比尔·格罗斯（Bill Gross）说道，中国将超过美国，成为21世纪世界经济的领导者。近年来，其他一些非常成功的投资者也将目光瞄准了中国，其中包括商品大师吉姆·罗杰斯（Jim Rogers），以及著名的价值投资者马蒂·惠特曼（Marty Whitman）。

中国吸引了世界的目光，全球经济日益复苏，出现抢购中国股市的现象并非不可能。但要注意，短期内，持续高涨的情绪可能会抬高许多股票，甚至那些滥竽充数者也会坐享其利。长远来看，真正优秀的公司必须拿出成果获得成功，并回报股东，而能从鱼龙混杂的企业中慧眼识出真正强大企业的投资者就能获利匪浅。

追求品质

随着我们渐渐走出2008金融危机，股票的选择将比以往更为重要，无论在中国、美国还是世界其他地区都是如此。在借贷投资猖獗的时代，很多聪明的大家预言我们将迎来一个低消费和利润增长放缓的时期——太平洋投资管理公司的格罗斯称之为“新正常”时期。为了在这样的环境中获得成功，企业需要有良好的管理、保守的融资以及优于同行的竞争优势。

这就是为什么像高目公司（GMO）的杰里米·格兰瑟姆（少数几个预先警示市场崩溃的人）和亚克曼基金（Yacktman Funds）的唐纳德·亚克曼（其两只基金收益在过去1年、3年、5年和10年都排于同类前1%。[①]）这样的顶级策略家都强调要选择“高品质”股的重要原因，就是强调要选择稳固的、资产负债表状况良好的企业。

去寻找具有良好资产负债表的稳固企业正是本书将教给你的策略。同等重要的是，它们将确保公司的股票是以让你心动的价值进行交易的，这样你就能避免热门、索价过高的股票。我也会解释如何通过采用一条

① 来源于截至2009年8月31日morningstar. com的亚克曼基金数据（YACKX）及亚克曼精选基金（YAFFX）资料。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或多条策略，建立和管理所选的绩优股投资组合，从大师的著作和个人的经验中挖掘可提供的建议。

那么所有这些就能保证你头上永远都艳阳高照，硕果累累，或者你绝不会挑选到一只不盈利的股票了吗？不可能，任何人都不能做此保证——即便本书中介绍的大师也会遭遇低迷时期。这些策略所能教给你的是理性的头脑和系统的方法，从而引导你选择信誉良好的企业以合理价格售出的股票。不要诡计、不下冒险的赌注、不凭直觉行事——正是大师们所笃信的投资原则。在金融危机后的投资世界，注重这些原则同以往一样重要。

约翰·里斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
CONTENTS

引言 1

第一部分 价值投资的传奇 7

欢迎选择“大赢家”投资导航！请拿好我们给你的钥匙，我们将教你如何驶向目的地“巴菲特峰”。前方500米调头；前方2公里处有起伏水洼路段；前方100米有急转弯；前方700米进入“投资者森林公园”，淘金路上多坎坷，请先系好安全带！

第1章 本杰明·格雷厄姆
——“价值投资教父”帮你系上安全带 8
第2章 约翰·内夫——你的钱放他那里最安全 25
第3章 大卫·德雷曼
——反向思维，让你熊市也照“牛” 39
第4章 沃伦·巴菲特——“股神”的安全法则 55

第二部分 成长型股票的传奇 81

这是投资者森林中最高最绮丽的山峰，山路陡峭，你需要加大油门同时又要把握好方向盘；峰回路转，你需要眼明手快，时时调整你的投资对策。不过放心，3位最著名的教练在帮你呢！

第5章 彼得·林奇——华尔街的明星 82
第6章 肯尼斯·费雪——青出于蓝而胜于蓝 104
第7章 马丁·茨威格——能花，更能赚 121

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分　大师背后的大师　137

消息你该听吗？别人走你也走，别人抛你也抛吗？红灯停，绿灯行，这些最基本的准则都是这几个人教给你的，前面那些教练都听他们的。想拿驾照吗？请先上他们的课。

第 8 章　詹姆斯·欧沙那希
——他让“交通标志”标准化　138
第 9 章　乔尔·格林布拉特——只用两步搞定　154
第 10 章　约瑟夫·皮奥特洛斯基
——真人不露相，老司机就是不一样　167

第四部分　赢在掌控　当止则止　179

你已经拥有了这辆“超级 10 引擎”跑车，你已经掌握了这些技巧，有没有觉得缺了点什么？你知道刹车在哪以及如何使用它了吗？在什么时机刹车，以及如何稳稳地刹车？这是最后一个，也是最重要的一个技巧，掌握了它，你就能自由自在享受成功投资的旅程了。

第 11 章　综合运用——大师投资之道　180
第 12 章　刹车——选取好的时机出售股票　197
结论　你现在可以享受驾车的乐趣了　203
附录 A　基于大师策略的 10 只与 20 只股票投资组合的业绩　205
附录 B　投资大师年度跟踪记录比较（实际或验证后收益）　208
译者后记　213

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引言



从他人的经验中吸取教训，这几乎是人类独一无二的本领，但我们往往不愿这么做。

——道格拉斯·亚当斯，《最后一眼》

论述投资的著作名目繁多，或许已多到你无法想象的地步，但我敢肯定的是，你所阅读的投资书中没有一本会像我这样，在书的引言中就向读者揭我自己的短处——在应对股市问题上，我先天不足。事实上，我的先天禀赋相当糟糕，甚至可以说我犯过人类可能会犯的一切错误，这让我损失了不少钱财。

当然，承认这个事实造成一个明显的问题：为什么一个承认自己投资天赋很差的人要浪费时间来写一本投资书呢？（同样重要的是，他是怎样获得出版社认可的呢?）答案是复杂的，需要更深刻地观察投资的实际情况，以及一些你的经纪人、金融顾问或共同基金经理很可能不希望你了解到的残酷现实。正是由于我了解到了股市中严峻的现实，于是我踏上了一条寻找持续战胜市场策略的道路——并且要彻底地战胜它。

我们将逐步了解这些现实，并快速找到利用这些现实的方法。但想要真正地理解这些方法，我必须向你解释我的投资旅程是如何开始的。15 年前，我是一名成功的计算机工程师，幸运地创办了自己的计算机网络公司，后来我将它出售给一家大型公司，赚了一大笔钱。我为我的公司付出了很多心血，欣慰的是最终也得到了回报，但我当时完全不知道如何使用这笔钱。当然还有个简单的选择——花掉它，但我想用这笔赚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来的钱保证我的家庭未来的财务状况。

20世纪90年代，垃圾摇滚乐风靡一时，豆豆娃（Beanie Baby）[①] 风行美国。似乎唯一值得投资的只有股票。股市表现良好，我不断地从朋友处得知他们正在赚钱的消息，并且非常容易，所以我开始将我出售公司所得的一大笔钱投资股市。我运用多种投资方法：自己选股；听从新闻中热门金融媒介资源所提供的建议和窍门；与几位经纪人合作（当你赚了一大笔钱的时候，这些伙伴纷纷冒出头来）等，试图通过投资获取相应的收入。

我，一个持有麻省理工学院和哈佛商学院文凭的成功商人，在整个股市投资的过程中是如何运作的？简而言之——不太好，至少那是羞于启齿的经历。如果我的投资过程运作得很好，我会写一本有关你如何依靠你的天赋或经纪人来投资的书，但结果证明那样几乎总是不对的。

最终，我感到万分沮丧，因为我可怜的收益似乎总是落后于市场平均利润。我知道肯定有更好的方式，但我无法发现它。鉴于我的工程学和计算机的教育背景（在麻省理工学院时，我是人工智能实验室的成员），我开始分析、探讨这个问题。很快，我得出了一个结论：我的投资经历绝不是独一无二的，甚至包括许多专家在内，他们的平均收益也总是很低。事实上，从长期来看，大多数（事实上，说“大多数”都是笼统的，实际的数字——依你所看的资料不同，大约应为75%～80%）积极的基金经理的业绩都低于市场。

想想这一点，所有出现在美国CNBC和其他电视节目的“专家”，或是那些在各大金融报刊上撰写评论的人，只有少数确实对他们的观众和读者有价值。如果你只是购买并持有指数基金，如标准普尔500，仅仅只有几种方法能够帮助你取得更好的收益，而那些所谓的方法也只是听凭整个市场的走势。

所以，专业投资者似乎和气象预报员有相同的特点：只有在很少数的时间里他们是正确的，能够使你赚大钱，在大多数时间里他们是错

① 豆豆娃，也常称为豆豆公仔，是一种使用豆状聚氯乙烯材料作为填充物的绒毛玩具，最早由美国人哈洛德·泰·华纳（Harold Ty Warner）与他所创设的Ty公司发明生产，在1996年尾开始在欧美地区掀起一股非常惊人的收藏、交易与炒作旋风。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误的。

我做此比较不是因为我想与气象预报员展开辩论，绝不是。事实上，我对气象预报员非常尊敬，天气情况不可能被一直准确地预测，但他们必须一直进行这项工作，这种境地非常令人敬畏。

不幸的是，恰恰大多数专业投资人发现自己处在了这样的位置——试图对股市的短期走势做出预测，但这种预测经常不准。如果你观看商业电视节目，你会发现美国一些最聪明的人告诉你今年市场的走势如何，并用那种无可争辩的口气使你愿意相信他们。问题是尽管他们才智过人，并且装模作样、神乎其神，但历史证明，他们预测错误的次数与他们估计正确的次数几乎一样频繁，甚至会更多。

是的，如此众多的职业投资人可能不如他们所自夸的那样好，但是个别的非专业的投资人又如何呢？我自己在选股方面并不成功。也许我属于少数人之列；也许股市赚钱与专业投资人所拥有的研究和分析工具没有多大关系，倒是与常识相关性更大些。那么如果我听从朋友们或邻居们的投资意见会更好吗？我的卖肉商会拥有我所持股票成功的秘密吗？

我们没有有关个人、非专业投资人市场运作的大量数据，（小投资者不必如专家那样向规定机构申报他们的业绩），但是，仅有的这一点点数据也并不支持利好预计。美国大坝（Dalbar）投资管理公司在 2003 年 7 月所做的投资调查报告《投资行为的量化分析》显示，“从历史上看，1984 年到 2002 年末个人业绩低于市场，个人盈利率仅为 2.6%，而标准普尔 500 同期增长了 12.2%。”这份报告说明，“美国的研究已经显示，客户的行为造成的直接结果使其业绩低下，或者更具体地说，是在谋求更好的回报时避免坏的业绩的表现。”

结论：和你的肉食供应商继续严格地保持仅和他买肉的关系，可能是最好的。

根据我在研究中得出的结论，我很快尽可能地去寻找投资帮助。我的投资顾问和我自己的天赋使我失败，现在我才知道大多数外行和专家为何没有战胜市场。尽管如此，我相信一定能够找到一种在这个市场上能长期成功的策略。虽然我的数据显示大多数基金经理的业绩都低于市场，但也有另一面——一定还是有一些投资人战胜了市场；我想要知道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他们是怎样成功的，以及我该怎么做。正在这时，彼得·林奇，公认的历史上最伟大的共同基金经理，走进了我的生活。

与其说是林奇走进我的生活，不如说是我走进在华尔街北面的一家书店，选择了林奇的书。也许我前面的表述方式更吸引你。不管你将我的投资经历划分成几段，这一过程都是我投资生涯中的一个转折点。林奇曾创下了在富达基金最伟大的业绩记录（他所在的13年任职期间年均回报率为29%）。他用非专业人士能够理解的风格写成的著作，解释了其走向成功道路的原因。最精彩的部分是他概括的大多数技术不太复杂。实际上，运用每个季度末公司按规定向美国证券交易委员会（SEC）出具的业绩报告，很多可以用计算机来实现。

我曾一度因持续亏损的投资而恼怒、悲观，阅读林奇的著作是我这个悲观主义者进化为今天的乐观主义者所迈出的第一步。今天的我相信遵循规律并遵守简单稳健的技术能够长期战胜市场。

而且，尽管林奇的著作曾为我提供了正在搜寻的内容——我可以运用已经被证实切实可行、战胜市场的选股策略，但这也仅仅是我寻求股市成功的开始。我开始想了解是否还有一些如林奇这样的人，他们已经战胜了市场并公布他们成功的方法。

我很快发现事实上林奇并不是独自一人，在长达12年的时间里，我也发现了很多其他有突出的长期业绩记录的个人，他们曾著书立说，详细介绍自己创造那些骄人业绩所运用的技巧，如马丁·茨威格、詹姆斯·欧沙那希、大卫·德雷曼、本杰明·格雷厄姆和肯尼斯·费雪这些人也曾撰写能够长期持续地战胜市场的策略。默默无闻的大学会计学教授约瑟夫·皮奥特洛斯基，曾写过一篇有关用数量表示的极其简单的策略的调查报告，这种策略在20世纪70年代至90年代中期曾战胜了市场。沃伦·巴菲特的儿媳玛丽·巴菲特，曾与巴菲特密切合作过一段时间，也写过一本书，其中对巴菲特运用的选股技巧进行了精彩的剖析和论证；很多人认为巴菲特是空前绝后的最伟大投资家。

阅读这些书籍是很容易的，最难的是如何提取丰富的数据，并将它整合成能用来选股的方法。我聘用了几位研究者来帮助我，创办了魏里迪尔网站（Validea. com）（这的确是一个有欠体面的推销广告），创办该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

网站的目的是撷取上述华尔街传奇中的策略，将它们分解成简单易学的步骤，使它们易于为个人投资者所用。

我发现完成这项工作的最好办法是借助我计算机工程师的背景。运用这些投资伟人在其著作中设计的标准，我能够开发出模拟他们观点的电子计算机模型。在一些情况下，大师（Guru）们已经审定了非常具体的标准，使这一过程更加简单直接。但我应当清楚的是在其他情况下，一些大师留下了解释空间，所以我尽力解释他们想要表达的内容。在创造了我的模型之后，我设计了与金融数据服务器的链接，允许我（及我网站的用户）通过我的“大师策略”（Guru Strategy）来筛选数以千计的股票，并从中发现符合大师策略的那些股票。

有一种报告书能表明一只股票如何在既定时间内获益，与一向成功的投资策略相比，如果能弄到这种报告书，则它也是强有力的工具，但是这种工具如何能最好地被运用到实际中（即赚钱），我仍不明白。我是应当根据该系统选择两三种策略买股票，还是应当一次多运用几种？我是应当买进运用该系统选择的两三种最优质股票，还是建立更强大的投资组合？也许最难的是，我不知道何时应该卖股票。在某种意义上，我仍像驾驶了一辆有标准变速器的新型大马力保时捷汽车，但还是不知道如何操纵变速杆。

随着时间的流逝，我不仅学会了如何驾御我的大马力保时捷汽车，还学会了如何驾驶它在股市中兜风。我开发了一种系统，这种系统综合了我所归纳的每个大师的策略，以降低风险并增加收益；同时让我知道买进、持有和抛出个人持股的时机。运用这个系统，依据这本书里的这些策略，我在网站上跟踪的所有 10 只股票模型投资组合，自成立以来已经战胜了标普 500 指数——有 9 种是它的 2 倍，8 种是它的 3 倍，5 种是它的 4 倍（截止到写作时）。

在后面的章节，我将呈现曾给我带来启迪的每位大师对他们的投资理念和成就的阐释，详细揭秘他们战胜市场所运用的秘密公式，解释这些传奇式投资人在分析个别股票时为什么认为某些因素这么重要。你还将得到另一个收获：登录我特意创设的 www.guruinvestorbook.com 网站，能免费运用我所提供的基于大师策略模型创建的选股工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和领略这些大师模型一样重要的是，我还会告诉你如何将这些观点加以综合运用，从而在股票投资中获益。我还会与你分享我所开发的这个系统，以供你建立和管理投资组合，其中，包括我对股票何时买、何时持有和何时卖的基本定律。

换言之，我将交给你上车的钥匙，并指导你如何驾驶它。

在我们开始之前，我要宣布一个注意事项。尽管我用本引言的一部分文字论述了职业基金经理业绩一直落后于市场，但实际上，我是他们中的一员。我的公司——魏里迪尔（Validea）资本管理公司，是运用我在后面的文中概括的原则为喜欢获得高净值的个人管理资金。但是我写本书的目的是，希望所有的投资人都能够从华尔街最伟大的投资人的思维、作品和经验中有所收获。未来的章节将告诉你那些伟人们的经验，并向你提供运用这些教训指导实践的工具。

现在无需等待，让我们即刻上路。

作者提示：本书详细介绍的魏里迪尔投资系统是近些年来以几种方式演化的投资系统之一，约翰·里斯和杰克·福汉德在演化的不同部分扮演了不同的角色。为了区分他们的角色，“我”通常指的是约翰·里斯，以及他最初开发魏里迪尔的想法和以基于大师策略的量化模型为核心的著作。“我们”通常指的是约翰·里斯和杰克·福汉德及其多年来在应用和提炼这些策略，以及开发总体投资方法及模型中，所运用的各种思想和经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一部分
价值投资的传奇

沃伦·巴菲特曾给价值下定义，即“价格是你的付出，价值是你的收获。”本部分介绍的四位大师，他们从投资中获得的价值，可以用百万来衡量（在一些情况下，以十亿计数），他们赢得的知名度无法计算。从公认的“创立全部价值投资领域的人”（已逝的本杰明·格雷厄姆）到著名的“反向思维投资人”（大卫·德雷曼），到默默无闻地在底层打拼的人（约翰·内夫），再到当代价值投资领域最伟大的旗手（巴菲特）——这四位传奇人物都是通过投资低价股（相对于企业的基本面）赚取了财富。他们的方法不同，但总体理念相似：以便宜的价格买进稳健公司的股票，对每月的“热门”、炒作股票不感兴趣。如果你还会讨价还价——假如是鞋、杂货，当然，或者是股票，借助于他们的方法更是驾轻就熟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第1章　本杰明·格雷厄姆——“价值投资教父”帮你系上安全带

只有持久的伟大，才称得上伟大。

——拿破仑·波拿巴

本杰明·格雷厄姆是沃伦·巴菲特之前的“沃伦·巴菲特”。与当代公认最伟大的投资人巴菲特一样，出生于一个多世纪之前的格雷厄姆，被视为他所处时代最伟大的投资人。他的观点时常被援引，他的决策为他所负责的投资人赚取了数以百万计的财产。他的知名度和财富是运用保守、长期的理念赚取的；他与巴菲特坚持同一种观点，却比巴菲特早成名数十年。与巴菲特一样，格雷厄姆头脑反应机敏，直截了当，他所坚持的常识性观点，无论职业的还是业余的投资人都能够理解并从中受益。

格雷厄姆和巴菲特之间的相似点绝对不是巧合。尽管数以千计的投资人（也许已达到数百万），现在依赖的是巴菲特提供的投资意见和谋略，但“小巴菲特们”却自己寻求并接受格雷厄姆的建议。事实上，巴菲特在哥伦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比亚大学读过研究生，很大部分是因为格雷厄姆在那里教过学，后来巴菲特被说服担任格雷厄姆投资公司的雇员。格雷厄姆与巴菲特合作开发了强大的终身期债券，格雷厄姆在业务和人格上都影响了巴菲特。巴菲特在格雷厄姆的经典著作《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*）第4版的前言中写道，“对我而言，本杰明·格雷厄姆不仅仅是一名作者或导师。他对我人生的影响，超过其他任何人，仅次于我父亲。”巴菲特还称《聪明的投资者》是“迄今为止投资方面的最佳著作”。

格雷厄姆对巴菲特的影响远不止于巴菲特的老师和高级顾问。格雷厄姆是土生土长的英国人，在儿童时代移民到美国，首先靠奋斗摆脱了家庭经济窘困的状态，走出经济大萧条，创下自己斐然的业绩。1936—1956年，格雷厄姆—纽曼公司（格雷厄姆与纽曼合作经营）年均收益率达到20%，在此期间标普500指数年增长率为12.2%。那是长达20年的业绩纪录，历史上没几位投资人能与之比拟。

格雷厄姆运用保守的风险规避方法创立了上述业绩纪录。趋势、热门股吸引不了他的注意力，他只关心公司的资产负债表和它们的基本面。它们背负多少债务？与每股盈余的数目相比，它们的股价水平如何？该公司有强大的销售量吗？这种以价值为中心，关注公司的方法可能被今天的众多投资人所运用——正是格雷厄姆首先推广了这种办法，也为他自己赢来了“价值投资之父”的称号。

格雷厄姆还被认为是整个证券分析领域的开山祖师，他于1934年出版的著作《证券分析》（*Security Analysis*）（他与戴维·多德共同主编）仍旧是证券分析师的“圣经”，其中详细介绍、分析了人们特别关心的格雷厄姆的选股决策方法。

尽管他自己的成就和业绩斐然，但只有当你全面考虑仍在创下辉煌业绩的格雷厄姆弟子们的业绩记录时，才能充分理解格雷厄姆的辉煌及其对投资界的影响。他的弟子有马里奥·加比利（Mario Gabelli），约翰·邓普顿（John Templeton），沃尔特·施洛斯（Walter Schloss），约翰·内夫、沃伦·巴菲特等，这些仅仅是与之共事、研究或者受教于格雷厄姆的投资人中的一小部分。

巴菲特于1984年在哥伦比亚大学发表的一场题为《格雷厄姆—多德投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

圈的超级投资者们》的演讲中，阐明了这个观点。他解释说1954—1956年有4位“小学徒”水平的雇员在格雷厄姆手下工作，其中有他的两名合伙人在格雷厄姆—纽曼公司。那些“小学徒”中的三位（沃尔特·施洛斯、汤姆·纳普和巴菲特本人）在离开公司之后创立了极为惊人的业绩记录。《聪明的投资者》的最新版本中介绍了由格雷厄姆弟子管理的基金每年的收益，他们每一位都业绩斐然（参见表1—1）。

巴菲特一直不理睬那些相信市场极为有效，仅凭运气就能战胜市场的人。他说格雷厄姆弟子的这些成绩是格雷厄姆、多德和纽曼所坚持的投资策略成功的佐证。巴菲特认为，“那些不能用运气来解释的成功者，都集中在格雷厄姆梯队中。”我们还要补充的是，在魏里迪尔网站关于格雷厄姆模式的回报模型（本章末会介绍）中，你会发现格雷厄姆策略是多么成功并经得起考验。

弟子业绩的具体印证

表1—1 弟子的业绩

弟子	公司/基金	年均复合盈利
沃尔特·施洛斯	WJS Ltd. Partners	28.25年里16.1%
	WJS Partnership	28.25年里21.3%
	标普500	28.25年里8.4%
汤姆·纳普和爱德华·安德森	Tweedy, Browne Inc.	15.75年里20%
	Tweedy, Browne Inc.（有限责任合伙制）	15.75年里16%
	标普500	15.75年里7.0%
沃伦·巴菲特（前伯克希尔哈撒韦公司）	Buffett Partnership, Ltd.（全合伙制）	13年里29.5%
	Buffett Partnership, Ltd.（有限责任合伙制）	13年里23.8%
	道琼斯工业平均指数	13年里7.4%
比尔·鲁安尼	Sequoia Fund, Inc.	13.75年里17.2%
	标普500	13.75年里10.0%
查理·芒格	全合伙制公司	14年里19.8%
	有限责任合伙制公司	14年里13.7%
	道琼斯工业平均指数	14年里5.0%
李克·古瑞恩	Pacific Partners, Ltd.（全合伙制）	19年里32.9%
	Pacific Partners, Ltd.（有限责任合伙制）	19年里23.6%
	标普500	19年里7.8%

资料来源：Benjamin Graham, Jason Zweig, and Warren E. Buffett. *The Intelligent Investor*, rev. ed. FirstCollins Business Essentials, 2006, Appendix 1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，鉴于格雷厄姆先生对全球证券投资界重大、持久的影响力，我们有关投资大师的对话从格雷厄姆的策略和经历说起是最合适的。

本杰明·格雷厄姆是谁?

格雷厄姆是位有着高深造诣的学者。他的投资观点似乎来自他自己的个人经历，同时也来自书本和研究。想要充分理解他的投资理念，首先了解他的生活之路，也是颇有裨益的。

格雷厄姆1894年出生于伦敦，是一名瓷器碗碟和雕像塑像零售商的儿子，出生时名叫本杰明·格洛斯鲍姆（Benjamin Grossbaum）。一岁时，举家搬迁到纽约。曾有一段时间日子过得相当富裕。但在格雷厄姆9岁大时，父亲病故，母亲接手了生意，独立承担起抚养本杰明及其两个兄弟的任务。据说她多次尝试过新创业，但均以失败告终。而在1907年著名的经济大恐慌之前投资于股市，使她的全部资金被那场经济危机吞噬了。那些经历可能在小本杰明心中打下了深刻的烙印，他的投资风格基于一个理念——与产生大的收益相比，每一点小小的投入都是必须很慎重的。

家庭的经济困境还可能对格雷厄姆产生了另一影响——他在中学和大学打工赚钱期间表现出的职业道德，后来化为他为客户处理资金时所表现出的敬业精神和工作热情。

作为一名天资出众的学生，格雷厄姆就读于哥伦比亚大学，攻读学士学位并给学校留下了很好的印象。毕业时，他被邀留校执教数学、哲学和英语，但是为了更多的收入他选择了华尔街的工作。

格雷厄姆1914年首先在一家名叫纽伯格—亨德森—洛比（Newburger Henderson and Loeb）的经纪公司的债券部工作。第一次世界大战爆发后不久，他的生活发生了几次大的变化。因为名字听起来像德国人，为免遭怀疑，他的家庭放弃了“格洛斯鲍姆”这个姓氏，转而采用“格雷厄姆”（Graham）作为姓氏。另外，金融市场大恐慌，当年纽约证券交易所关闭了数月。股票停止交易，价格下跌，一直持续到第二年。在恢复交易后，格雷厄姆的雇主缺乏员工，因而格雷厄姆才又得到了一次就业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会，同时也是学习机会——在公司里做多种工作。在他所学到的知识当中，有很多正是一些投资人缺乏的。

随着时间的推移，格雷厄姆决定创建自己的投资公司。1926 年，他与会计师杰罗姆·纽曼（Jerome Newman）真的这样做了。但当正式投入运营时，如同他一踏上工作岗位便赶上了 1914 年的经济大恐慌一样，他自己经营的公司也遭受同样的厄运。仅仅 3 年后，1929 年的经济危机将股票市场推入无底的深渊。珍妮特·洛尔（Janet Lowe）——曾经撰写大量有关格雷厄姆的文章的作者指出，尽管格雷厄姆具备才干和敬业精神，但他的客户也与经济危机期间的所有人一样都亏了钱。

但尽管道琼斯工业指数平均花费了约 25 年的时间才回升到经济危机之前的高点，格雷厄姆的客户却不必等那么久。经济危机之后，格雷厄姆和他的同伴纽曼在没有薪酬的条件下工作了 5 年，直到其客户的财产最终完全恢复到当初的水平。在《价值投资胜经》（*Value Investing Made Easy*）这本书里，珍妮特·洛尔写道，“尽管过程相当艰难，但因为他的足智多谋，格雷厄姆作为一名基金经理赢得了广泛的赞誉……因为格雷厄姆—纽曼公司挽回了在 1929—1930 年间投资组合的损失。格雷厄姆从未给他的客户造成亏损。在经历过自己家庭的经济困境，经历了股票市场大危机对客户造成的影响之后，毋庸置疑，格雷厄姆已经在摸爬滚打中练就出一种基于保守、低风险的买进策略，这种策略能够保护客户的本金。”

他的投资业绩非常突出，但是格雷厄姆的贡献远远超过他为客户创造的丰厚回报及他的创新型证券分析研究。他在哥伦比亚大学担任了大约 30 年的讲师，在那里讲述投资方面的热门课程。后来在洛杉矶的加利福尼亚大学又担任了 10 年的金融学副教授。在个性方面，格雷厄姆不仅因为他的超群智力，还因为他的慷慨大度而著名。“我认识本的时候他还是我的老师、我的雇主和我的朋友。”在格雷厄姆于他的第二故乡法国南方艾克斯（Aix）去世后不久，1976 年年底巴菲特在《金融分析师》杂志（*Financial Analysts Journal*）上写道，“在各方面关系中，都如做他的学生、雇员和朋友一样，他的性格绝对开朗、慷慨大度，精力充沛。若论思路清晰，非他莫属；如果需要支持与建议，他也会随时为你提供。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资：优质公司，低廉价格

格雷厄姆成功投资的秘密部分隐藏在他的方法论的具体细节中，但大部分体现在他的畅销书《聪明的投资者》题目的两个中心词上——“聪明”和“投资”，这也是格雷厄姆看待投资和股票市场的各种方式。

在格雷厄姆的时代，甚至在今天，大群“投资者”仍是怀着赶上一波快速上涨周期的希望买进和卖出股票，他们希望在两三年内暴富，或者在个别情况下，数个月或数周致富。但对格雷厄姆来说，“投资者”不是简单的买进和卖出股票的人，因为他认为能够猜测市场或个别股票的价格大约会上涨的人是预言家。对格雷厄姆来说，这些“预言家”凭直觉行事的经营方法是导致亏损的诱因。他这样描述这种交易，“执著地进行这种尝试的人，要么智商缺乏，要么乐意享受为体验游戏的快乐而损失钱财，要么天赋中带有少见和不可沟通的才能。无论如何，他们不是投资人。”

格雷厄姆没有把投资看成一种能够轻易快速致富的盈利工具，因为凡能快速盈利的事情也将伴随着极大的风险。投资需要进行大量的调查和研究，要用资本赚取利润首先就要保护你的原始资本。他说过，真正的“投资”，是把将来视为“需要防范的风险大于凭借预言赚取的利润”。这句话并不惊人，因为在1929年疯狂的预言曾导致了一场经济危机，这些语言就出自那些亲身经历过这场危机的人。

他著作的标题中另一中心词是——“聪明”，从此也可对格雷厄姆的观点窥见一斑。很多人认为，想要在股市上取得成功，必须有敏锐的理财头脑或出众的数学才能。但当格雷厄姆运用“聪明”一词时，他指的不是学问，也不是聪明人天生就拥有的罕见的预测力或洞察力。而是指，“成功的投资在实质上可能是可以学会的技巧加准则的一项工作，而不是卓而不群和不可言传的精神力量的产物……这里所提到的前提条件——智慧更是一种性格，而不是智商。”换言之，要在市场上取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



得成功，你不必生来就有顶尖科学家的智商，你需要的只是——高瞻远瞩，控制情绪的能力，明智理性的遵守纪律的计划，这些都是个人有能力学会的东西。

格雷厄姆认为，想成为一名成功的投资人，往往需要培养与众不同的行为能力，将自己"在归类方面——不是幻想的高级程度"与交易大众群体区别开来，逐渐从情绪上应对短期的价格震荡。为了战胜市场，格雷厄姆相信，你不能仅仅有高明于大众的游戏技艺——成为一个优秀于他人的预言家也不能改变你只是预言家的事实，同时，格雷厄姆相信你必须具备与众不同的游戏方式。

在此意义上"不同"意味着什么？与大多数投资人不同，格雷厄姆对买进股票含义的理解就与众不同。大众理解为仿佛买的是一些纸片，同时对这些纸片满怀期待：价值快速上涨，以便能够卖出赚得利润。而在格雷厄姆看来，买股票仿佛买公司本身——所有的利润、债务，所有的资产，所有的利润流。这样，尽管技术分析师和图表分析师会运用各种衡量手段来评估一只股票的以往价格，并预测其未来走势，但格雷厄姆及其弟子仅仅看重其中两个简单的要素：公司的真正价值以及此价值与你正在购买的股票是否匹配。

格雷厄姆的理由很简单：短期来看，股票是不可预测的，但长期来看，股票的价格往往会围绕公司的真正价值上下波动并体现其价值，这将通过其基本面表现出来，基本面包括市盈率（股票价格与每股盈余的比值）、市净率（price-book ratios，即 P/B）、销售量，资产与债务的关系，资产与负债的比率等。你买进优质公司（那些财务稳健，在历史上盈利的公司）的股票价格越低越好。如果公司确实强大，华尔街的其余投资人将疯狂跟进，并将这只股票价格向上拉动——或者更高，超越其公司的真正价值。所以，你买进优质公司的股票价格越低，你的利润最终愈将会颇为可观。对于格雷厄姆及其弟子来说，试图预测股票以"追赶价格正在上涨的股票的潮流"的想法是完全不适合的。"你能够想象，只是因为公司的价值上周或大上周大幅度上升，就购买整个公司吗?"巴菲特在 1984 年的哥伦比亚大学演讲上这样提问，而在某种意义上，那正是分析师的技术所为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将格雷厄姆与其他证券分析师区别开来的重要原因是，格雷厄姆并不关心交易量或市场走向。我敢说如果他今天仍活在世上，不会像其他很多投资客那样，每隔20分钟就登录*雅虎财经*或*MSN财经*去了解自己投资组合的价值。

这些并不是说格雷厄姆对正在发生的股票市场总体、公司的行业视而不见，但他认为从长期来看，为投资者创造价值的是拥有稳健、良好的前景的公司，并正以低于价值的价格出售股票。在《聪明的投资者》一书的引言中，他写道：

经验教导我们，尽管有很多优质的成长型公司其价值几倍于净资产，但这类股票的购买者会对股票的价值期望过高，一旦股市震荡，就会损失惨重。相反，那些公用事业公司的股票，其价值相当于公司的净资产，购买此类股票的投资者会以主人翁自居，他们认为自己是以理性的价格购买的，自己就是规模不断壮大的稳健公司的利益主人，因此不管股市可能会有何种表现，他们都会坚持自己的策略。这种保守策略的最终结果很可能会更好，因为购买预期成长类股票的风险要大于公用事业公司股票，那定然是令人心惊肉跳的冒险之旅。

安全第一

诚然，格雷厄姆决非是一个乐于冒险的人。在《聪明的投资者》一书中，他论述了两种不同类型的投资者：保守型和进取型；但他对前者的高度关注，反映了他倾向于保守的观点。格雷厄姆认为，保守型（或被动型）投资人的主要目的是避免大的错误或损失，省了许多辛苦、烦恼和决策的必要。相反，进取型（亦称主动型或攻击型）投资人，更乐意将更多的时间花费在寻求高于平均水平的股票。

格雷厄姆指出进取型的投资人，在一段时间过后，预期自己的技巧和努力会超过防御型的投资人，因而希望得到一份回报——尽管他们对这一点是否会发生存有怀疑。然而，对于那些有意采取“进取型”观点的人来说，格雷厄姆放松了他严格保守的标准，允许他们投资小公司和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些市盈率更高的公司。

但是格雷厄姆的大部分策略似乎是针对防御型的投资人。毕竟，他对大多数投资人能够战胜市场，愿意花费很多时间去研究和分析公司并感兴趣持有怀疑的态度。因此，我们将格雷厄姆的分析惟独锁定在防御型的投资人上，他们比较保守和被动，（如果你想要采取更积极主动、冒险的投资方法，我们建议你参照其他关注成长型的策略，参见第 9 章和第 10 章）。

构成格雷厄姆“保守型”投资策略的重要部分是格雷厄姆所称的“安全边际”，即股票价格和公司内在价值之间的差别。要记住，尽管各种因素都可能导致股票价格在短期飞速上涨，但长期来看，最终支配股价的仍是公司真正的价值——依据其资产、收益、债务等等。格雷厄姆推荐买进安全边际大的股票，因为它们的价格往往低于公司的真正价值，正如我们以前所探讨的那样，从长期来看，这种股票应该会上涨从而反映公司的真正价值。同样重要的是（对格雷厄姆来说也许更重要），这种被低估的股票具有抗跌性。他们已经以低于其真实价值的价格出售——即安全边际——所以，即使公司遇到困难，其收益能力有所下滑，股票仍然可以盈利，因为它一开始的时候价值遭到低估，并且，如果该股票下跌，它的下跌幅度不可能过大，因为它已经以相对低的价格出售。如果你关注那些被人们期待已久，富于吸引力且一路飙升的成长型股票，那么你将不会得到较为理想的利润。

格雷厄姆的这种观点可以被认为是在股市上减少损失就等同于盈利的观点。记住，格雷厄姆出身于资产大量亏损的家庭，他后来亲历的 1929 年经济危机，洗劫了投资于他的客户和数以百万计的美国人的财富。安全边际越大，他便越是感到安心，因为那减少了他亏损的机会。格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中写道，“廉价股票的购买者尤其注重股票抵御相反走势的能力，如果廉价买进这些股票（被低估的股票），即使是公司的收益能力发生一般程度的下跌，这方面的投资也同样会创下令人满意的业绩。安全边际也就显示出了它的作用。”这种观点并不支持热门股票的选择，但是它确实发挥着作用。

我举个例子来解释安全边际的含义：假如有人愿以 10 美元的价格卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给你一张当代运动员的棒球卡，你相信它能值20美元左右，那就是50%的安全边际。如果这位运动员今年赛绩不如平常，或不如预期，也许这张卡的净值下跌了一点，只值17美元。即使这位运动员的表现今年下滑了——也许是他受伤了，也许他的技能退化了，也许他性格方面有问题，但你出售这张卡片仍有可能会盈利，因为你一开始就以折扣价买到了它，那就是安全边际。

格雷厄姆是如何发现带有安全边际的股票的？一种方式是将一只股票的价格与具体的财务变数做比较，如收益和净值。例如，他喜欢市盈率和市净率比较低的股票。他写道，*一只股票的市盈率不应该大于15，当它们的市盈率和市净率相乘时，其结果不应超过22*。这就意味着这些公司正在以低于其盈余和资产净值的价格出售其股票。

格雷厄姆瞄准"安全"股票的另一种方法是寻求财务方面比较保守的公司。他希望一家公司的流动比率（即其流动资产与流动负债的比率）大于2，并且其长期债务不大于其资产价值。如果盈余降低或没有达到期望的目标，有许多债务或负债的公司会发现它们处于困境之中。通过关注符合这些标准的公司，格雷厄姆确保自己投资于那些没有过分扩大规模和陷入财务麻烦的公司。

请注意当格雷厄姆讨论安全边际的时候，他的知名度部分地建立于这种概念上，他没有为安全边际有哪些适当的构成给出明确的定义。这似乎意味着他想要看到价格低于其实际价值30%～50%的股票，但他从未将这一点视为硬性规定。大多数人认为，如果你遵照他的具体方针，就会有一种绝对的安全边际。这种方针我们稍后研究。

格雷厄姆认为安全边际与另一个降低风险的概念——减少投资组合多样性，联系紧密。"即使一种边际符合投资者的偏好，但个别股票也可能表现很差"，他写道，"因为边际只保证他（投资者）的盈利机会大于亏损的机会，但并不是完全没有亏损的可能。随着边际承诺的责任数量增加，就越发无法保证利润组合会超过亏损的综合。"结论：即使你在真正结实的篮子里买到便宜货，它也存在着会破碎的可能；买些别的篮子更安全——即使他们不是很好或不是很便宜——将你的蛋在它们中间分散开。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆推荐至少持有10只价值股票，并考虑持有多达30只。

格雷厄姆的策略：步步剖析

业绩记录：格雷厄姆创建的格雷厄姆—纽曼集团（他与杰罗姆·纽曼合作的投资公司）1936—1956年期间的年均收益率约为20%，远远超过此期间市场12.2%的年均收益率。

风险：格雷厄姆的观点适用于寻求低风险的股票投资交易，他寻求价值被严重低估的股票，相信它们会使投资者免遭亏损，因为它们已经以低于其内在价值的价格出售。这种股票不可能大幅度下跌（当然，也没有绝对的把握保证它们不会大幅度下跌）。格雷厄姆因此能够吸引节俭、低价的投资者。

投资期：长期。和他的知名弟子沃伦·巴菲特一样，格雷厄姆相信真正的投资者要投资优质公司，而非热门股票。因此他所做出的交易决策是根据公司的基本业务状况，而不是基于短期的价格走向来决定的。

努力程度：低。在选股的时候需要做一些努力，但此后很少需要。

正如我们已经看到的，格雷厄姆人生中的重要经历似乎对使他一举成名的投资理念的形成扮演了重要的角色。由于亲身经历过自己的家庭瞬间从富裕到一贫如洗的巨变，以及他的投资公司在1929年的经济危机中遭受巨亏，不难理解格雷厄姆为什么如此关注规避风险——因为那种观念是他思想的重要部分。我们通过两种方式：观察板块和销售额，开始循序渐进地考察他规避风险的方法。

提示：在《聪明的投资者》2003年修订版的评论中，杰森·茨威格宣称，格雷厄姆在该书中提到格雷厄姆—纽曼公司的收益为20%，这“显然没有计入管理费”。但在扣除各项费用的情况下，格雷厄姆—纽曼仍旧运作得相当成功，在此期间年均收益率至少达到14.7%。

板块 格雷厄姆生活在科技尚未相当发达的时代——风险大于今天的投资。因为他非常关注规避风险，并坚持他的初始投资，所以他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回避科技股，乐意接受其他没有太大风险的所有板块。今天，科技已经成为我们社会的关键部分，很多科技公司一直在建立长期稳定的业绩记录。尽管如此，在风险已经降低的现今，科技板块仍处于风险较大的边缘，所以我们基于格雷厄姆的理论建立的模型将科技股排除出去。

公司销售额 格雷厄姆规避风险的另一种方式是关注大型著名公司。他相信这种公司的股票比起规模小于它们的同行往往更为稳健，资产更多和负面意外更少，业绩记录更好。此外，更大的股票最好借助于金融分析。股票越大越适合于金融分析。

格雷厄姆承认“大”（large）和“杰出”（prominent）可能难于下定义，但是资产门槛或销售额应当具有 5 000 万。我们已经开发的模型组合关注后者（当然比起格雷厄姆所处的时代，价格已经变化了很多，根据跟踪 12 个月的销售量的计算得出，格雷厄姆所提出的数字在今天应当是 34 000 万美元）。

流动比率 格雷厄姆认为如果你购买一种股票，那么应当关注你在购买私人公司的股票时一直寻找的“真实”价值。如果你想成为一家私人公司的股东，衡量其价值的一种方式是比较公司的资产与负债的价值。理所当然，格雷厄姆喜欢资产多于负债的公司。我们基于他的著作建立的模型需要公司的“流动比率”——其流动资产与流动负债的比率至少为 2。通过比较流动负债（那些马上到期、需首先偿还的）与流动资产（公司最具流动性的资产，如现金和现金等同物、应收账款等），你就可以获得公司流动资产的信息。流动比率越高越好，因为负债率高意味着公司陷入财务困境的风险便会越小。

但是，事实上，必须记住，当公司正面临困难时，某些情况也可能引起很高的流动比率。应收账款是流动资产，例如，如果公司的应收账款非常多，那么这个公司可能在催收这些账款时遇到麻烦。库存，另一种流动资产，可能因为公司不能够出售它的产品而导致库存率高。

另一方面，流动比率较低暗示着公司流动性较差，可能难于偿还其流动负债。这种标准不适合公用事业公司和大型通信公司，因为格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷厄姆认为，这些行业非常关注这种营运资金，它们是公司成长的一部分。这些类型的公司通过最常见的销售债券和股票的形式来获得持续融资。

与净流动资产相关的长期债务 当购买部分私人公司的股票时，你要机智地观察该公司的债务问题。格雷厄姆不喜欢公司拥有期限过长的债务。我们基于他的观点建立的方法要求公司的长期债务不高于其净流动资产，即流动资产减去流动债务，或者营运资金。实质上，投资人应当暗自思忖："如果这家公司今天就清理它的资产，它能还清所有的短期负债和长期债务吗?"如果回答是肯定的，那么这就是它拥有财务安全的一个标志。

长期的每股盈余 格雷厄姆被称为"价值投资之父"，他的成长经历对他的选股方式产生了重要的影响。与其他很多投资者不同的是，格雷厄姆不认同观察历史收益的成长来预测变幻莫测的未来成长的方式。相反，他将成长作为财务稳定的另一种暗示。我们基于格雷厄姆建立的模式寻求成长的标志，要求公司的收益在过去 10 年里至少以每年 30% 的幅度增长，最近 5 年每股盈余（每股收益）不为负数。（这并不表示该公司的盈余在未来将大幅度地提升，而是预示着公司业绩将持续稳定地增长——这是格雷厄姆喜欢的低风险投资类型。）

要计算增长率，格雷厄姆不是单单比较 10 年中第一年和最后一年的盈余，而是算出 10 年中前 3 年的平均盈余，并将它与那期间后 3 年的平均盈余进行比较。

要记住：最近 5 年中任何一年的盈余都不能是负数。即使在最后一年盈余为负数那也意味着该公司输了这场测试，这也揭示了格雷厄姆规避风险的标准有多么严格。

市盈率 格雷厄姆不仅想知道公司真正的价值，还想知道其真正价值与华尔街赋予它的价值（即它的股票价格）如何相比。他瞄准那些他认为价值大大超过它们的市场价值的股票——相信华尔街最终会认识到这些股票被低估，并购买它们。如我们在讨论安全边际时提到的那样，这意味着即使公司的业绩差于预期，通过投资人调整它先前被低估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价值，其股票的价格下跌将会得到缓和，甚至这种可能的出现几率为零。

为评估公司的真正价值，并与华尔街赋予它的价值相比较，格雷厄姆分析了公司的市盈率。格雷厄姆拒绝预测股市，分析的市盈率越高，股票的风险性便越大，因为每股的支持价格越高，每股的利润便越小。格雷厄姆因此希望股票的价格收益比率为“适中”，即他在《聪明的投资者》一书中描述的：市盈率不超过15。

需要注意的重要一点是，尽管大多数人在确定市盈率的“盈余”部分时运用追踪12个月盈余的方法，但格雷厄姆更喜欢运用最近3年的盈余平均数，也就是我们基于格雷厄姆策略所建立的模型所采用的方法。这种放大了的时间范围更明显地体现了格雷厄姆对公司的盈余状况持有保守的态度。

市净率　格雷厄姆将一个公司的真正价值与其在华尔街上的归属价值做比较的另一种方式，是通过市净率。市净率是用股票的价值除以其净值——（全部总资产－无形资产－负债）。换句话说，它就是公司的有形资产或者拥有的资金。记住格雷厄姆所要求的是“实体”，实实在在的东西，像有形资产，而不是无形资产，如所谓的“商誉”。

格雷厄姆希望市净率合情合理。他确定“合情合理”的标准听起来可能有一点古怪，但是鉴于格雷厄姆的业绩记录，我们肯定不会对它有何疑问。大致来说，他认为用股票的市净率乘以其市盈率，结果应当不大于22。例如，假设股价是30美元，其每股净值为20美元，每股盈余为3美元。那么，它的市净率是30除以20，结果为1.5，而它的市盈率是30除以3，结果为10。用市净率（1.5）乘以市盈率（10），结果是15，格雷厄姆认为这种股价很合适，因为它不大于22。

全部债务—股本比（D/E）　对于工业公司，全部债务——不管长期还是短期债务，而不是其他负债——不准超过全部股本，即公司的全部债务—股本比不能大于100%。

但是，对于公用设施（包括管制电话公司和铁路），公司能够安全地持有长于股本期限的长期债务。他们的长期债务股本比可以高达230%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

连续分红：格雷厄姆认为分红也很重要，他喜欢最近20年中能连续分红的公司。公司在最近20年当中的每一年里都能支付一定数量的红利，红利可以逐年有起伏波动。

尽管分红是格雷厄姆时代大多数股票总体收益的关键部分，但现今情况已发生了变化。今天，很多公司——甚至很强大、财务也很稳健的公司就是不支付红利。通常是因为他们将盈余再投资于公司，或者是他们想要回购股票，而这种行为也提高了现有投资人持有的股票的价值。因此在开发魏里迪尔网站时，我们发现符合20年来连续分红这条标准的公司少之又少，即便有也几乎没有几种股票会通过我们基于格雷厄姆策略建立的模型。为此，我们决定在我们的模型中舍弃这种标准。如果你观察本章结尾处的5年的业绩数字模型，你会发现没有持续的红利标准，这种策略运用的效果反而更好。

基于格雷厄姆策略的模型之业绩表现

我们于2003年7月——《聪明的投资者》出版50年之后开始运用格雷厄姆策略方法追踪股票，选择投资组合。尽管那本书已经出版半个多世纪，但其中对格雷厄姆策略的详细叙述（如我们对它的解释那样）似乎至今还在起着作用。

5年内，我们的“价值投资大师”投资组合的10只股票已经盈利140.4%，是标普500指数21.4%的6倍。这种策略的强势脱颖而出，在2003年相比于标普500指数的11.1%，它盈利45.1%。在2006年获得的全年收益最大，当时它跃升为26%（而标普500只有13.6%）。唯一下跌的一年为2007年，当时市场被不寻常的热门股票支配，它下跌了8.1%，而标普500盈利3.5%。

我们的格雷厄姆投资组合的20只股票版本自创立（即2003年7月15日）以来业绩更加辉煌，盈利达146.3%，轻易地战胜标普500的21.4%。其业绩最佳年度是2004年，盈利为34.6%，而标普500指数盈利为9%。业绩最差的一年也是2007年，但亏损比起同年10只股票的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合轻得多，相比于标普 500 3.5% 的盈利，它只下跌了 1.4%（见表 1—2）。

10 只股票和 20 只股票投资组合比标普波动性更大，但它们也绝不是过山车。10 只股票组合的贝塔值为 1.23，20 只股票组合也一样。（根据定义，股市的贝塔值为 1.0，贝塔值超过 1.0 的股票的波动性大于市场，而贝塔值小于 1.0 的股票波动性较小。）

表 1—2　　模型投资组合风险和回报统计

	10 只股票	20 只股票	标普 500
年收益率	19.2%	19.7%	4.0%
总收益	140.4%	146.3%	21.4%
最佳整年	2006 年 26.0%	2004 年 34.6%	2006 年 13.6%
最差整年	2007 年 -8.1%	2007 年 -1.4%	2005 年 3.0%
贝塔值	1.23	1.23	1.0
精确率	56.8%	55.8%	N/A

注：收益统计自 2003 年 7 月 15 日至 2008 年 7 月 15 日，欲寻更多的披露和解释，请见附录 A。

尽管基于格雷厄姆策略的投资组合的分类相当妥善，仍有部分市场领域本模型覆盖不到。如前面章节所述，我们在本模型法则的合理性中不包括科技类股票，因为在格雷厄姆所处的时代，就其投资风格而言，认为科技股的风险太大。在基于格雷厄姆策略的模型中你发现寻找不到的另一种股票是金融股。与科技股板块不同的是，我们没有明确禁止基于格雷厄姆策略的模型选择金融类股票，但由于格雷厄姆策略要求公司有低债务的性质，根据该策略，金融公司要得到高收益率几乎是不可能的——因为其业务性质，本身就背负大量债务。科技股和金融股的缺乏似乎完全迎合此模型的规定，自 10 只股票投资组合创立以来至 2008 年 7 月，其收益的排名似乎都居于我们 8 种原始的策略的第二位，而 20 只股票组合排名第一（见表 1—2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆的主要投资准则

◇ 观察公司所处的行业板块及其销售额，保证公司不是科技公司，其销售额要足够高。

◆ 寻找流动比率至少为 2 的股票。

◇ 确保长期债务不高于净流动资产。

◆ 寻找过去 10 年每股收益稳健增长的公司。

◇ 确保运用 3 年盈余平均数计算的市盈率大于 15。

◆ 将市净率与市盈率结合起来看。

◇ 考察连续分红支付。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 2 章 约翰·内夫——你的钱放他那里最安全

如果投资是种娱乐，而你正玩得尽兴，你很可能不会赚钱。成功的投资是索然无味的。

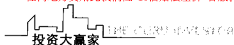
——乔治·索罗斯

想象一下，你正对大笔投资感兴趣，并正在悉心研究各种共同基金来看看你是否能发现一些具有良好前景的基金。你遇到一种被描述为“比较平凡、乏味和保守”的基金。你会对这种基金跟踪到底，还是转而研究另一只呢？

如果你和大多数投资客一样，那么很可能对这只枯燥乏味、平庸的基金忽略而过。毕竟，大多数人进入股票市场是怀着早日撞上苹果、谷歌、星巴克这样的公司，大赚一笔的梦想。他们向往投资于有激动人心的新产品或高科技、受到更多媒体关注的公司。

但“比较平凡、乏味和保守”正是约翰·内夫对他管理了 30 多年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



温莎基金（Windsor Fund）的准确描述——尽管这只基金持有冷门的，或饱受大多数投资者冷落的股票，但约翰·内夫还是不费气力地发现这些股票有被投资的价值。事实上，内夫是以正在寻求投资自有资金的首选职业基金经理而闻名。

为什么这么多的专家将他们的储蓄委托给内夫和他的名牌基金呢？答案很简单，因为温莎的成绩只是普通而平凡的。根据内夫的著作《约翰·内夫谈投资》（*John Neff on Investing*），1964—1995 年内夫掌管温莎基金期间，温莎的年均净收益为 13.7%，轻易地战胜了标普 500 指数同期的年均收益率 10.6%。在 30 多年的时间里，获得每年 3.1% 这样的差距是很不容易的：如果某人用 10 000 美元投资（用红利再投资）于内夫接管的温莎基金，到他退休的时候，将会是 564 000 美元——是同期投资于标普 500 的收益（大约 233 000 美元）的 2 倍。

据 2007 年 1 月 22 日《巴伦》周刊“圆桌”（Roundtable）栏目报道，在他 30 多年的任职期间，温莎基金经常名列全美共同基金的前 5%。尽管有这份业绩记录，考虑到他任期的时间，可能也是在这样大的基金中最突出的，但内夫仍旧是华尔街圈外最不知名的。那么，他是谁，他为什么如此关注很多人不会再看第二眼的股票呢？

约翰·内夫是谁？

在《约翰内夫谈投资》一书中，约翰·内夫做了自我介绍，并介绍了他是如何搭配至少在一定程度上被忽略的投资选择。出生于 1931 年的内夫，说他的早年生活使他明白成功从来不是自动找上门来的。他的父母在他年仅 4 岁的时候就离了婚，是他的外祖父不知疲倦的工作才使得内夫和他母亲的生活免遭可怕的经济大萧条影响。

在内夫成长的道路上，除了培养了勤奋工作的价值观之外，内夫还学了许多与商务相关的课程。他的家族出了好几位企业家，他们的成功——如他的姨妈和姨父在 20 世纪 30 年代经营系列杂货业务，教

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会了他低价买进和智慧理财的重要性。同时，他们的失败——如他的舅舅用从约翰的外祖母那里借来的钱开办公司，又给他上了另外一堂课，那就是“当涉及到资金的时候，情感的依恋可能会愚弄你”。他舅舅失败的创业，也教导了他“公司的业绩滑坡说明你的投资并不总是明智的”。

自他的父母离婚后，内夫直到14岁才看到他的父亲，当时他的父亲再次寻找到他，希望为他做点什么作为补偿——为小约翰提供在他自有的公司内夫仪器设备公司（Neff Equipment）工作的机会。他父亲的公司——内夫仪器设备公司经营汽车及其他机械用润滑油和气片接头设备。这家公司很成功，这又让内夫明白了一个事实：“赚钱不需要什么特别的魅力。”他写道，“实际上，如果你可以找到沉闷乏味但同时又有利可图的业务，那么你肯定可以轻松赚取大把大把的钱，因为这样的行业吸引不了太多竞争。”内夫说他的父亲擅长于说服他的供货商为他提供便宜的价格，这也有利于他父亲为其客户提供更为合适的交易，从中他认识到寻求折扣的重要性。

所有这些经历似乎已经形成了他所理解的投资的方式，并体现在内夫以后的生活中，例如同情那些正在奋斗的人。这在他关注寻求那些廉价的、被践踏的、无人理睬的股票中表露得很明显。同时，孜孜不倦的毅力和充满激情的工作理念，也部分地体现于他选择能够盈利的冷门股票的一丝不苟的研究与分析中，以及坚持持有其他人回避的股票而需要付出的勇气中。

他的一丝不苟的工作态度还体现在——内夫持续地关注报刊，寻求拥有低市盈率的公司，关注刚创新低或受媒体炮轰的公司（即市场上最不受欢迎的股票）。从这些冷门的公司里，他运用一系列量化方法确认那些很可能回升的股票。例如，在20世纪90年代初期，当金融危机使大多数心存恐惧的银行投资者陷入困境时，温莎却在花旗银行的投资上获得大笔收益，内夫相信花旗银行的价值已经被严重低估。“毅力、同情无人问津者，节俭、执著和正直，以及无视常规惯例，偏爱严谨的分析，”内夫写到有关他成长过程中学会的经验教训，“这些品质构成了一个成功投资策略的基础性材料。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是务必要记住的是，尽管内夫可能对关注这些公司有自然的倾向，但在这种态度背后还有符合逻辑和恰当的金融推理。“因为一个令人信服的理由，无人问津的领域总是引诱我。”他解释道，“受时下风气的影响，大众智慧经常低估优质公司。很多受人冷落的公司——但非全部，应得到更好的待遇。尽管它们的盈余稳定，但仍被陷入大众思维魔咒的投资人所摒弃和忽略。”这种观点听起来很耳熟吧？我们曾在第 1 章里论述过，价值投资观点被认为是本杰明·格雷厄姆的功劳，是其价值投资的最重要部分。这个现象也不足为奇，因为内夫在托莱多大学（University of Toledo）就读时的金融学教授西德尼·罗宾斯（Sidney Robbins）就是格雷厄姆的徒弟。

低市盈率投资：垃圾股中有黄金

内夫观点的首要部分——确认“寒碜不体面”相当容易：查看报纸的金融版块，你会发现接近它们 52 周低点的股票和那些因为消极原因而成为报纸头条新闻的股票公司。

内夫观点的第二部分则具有挑战性：将因过度反应而受到不公平打压的股票与理应低价的股票区分开。为了做到这一点，内夫从观察市盈率开始。实际上，尽管其他人已经将他划归为“价值投资者”或“反向思维者”一类，但内夫写道，他更喜欢另一种称号——“低市盈率投资者”。这个称号明确而简练地解释了他的投资风格，这种投资风格也成为内夫管理温莎基金的指导思想。

市盈率，股票的每股价格除以公司的每股盈余，很可能在历史上一直都是最著名和最广泛运用的存量变数。既然内夫也认为它非常重要，让我们回顾历史并记住它的含义。市盈率的一种常见解释是，它能告诉你投资者愿意为公司正在衍生的每一美元的盈余支付多少钱。这一点是正确的，但内夫注意到市盈率也是投资者预期未来公司增长将采取何种手段的一种衡量标准。

例如，以两只股票为例，一只市盈率为 50，另一只市盈率为 10，盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

余支配股价，如果投资者愿意以相当于其他公司5倍的价格购买那只盈余为其他公司5倍的股票，那么他们一定是预期第一家公司的盈余增长速度快于后者。

这种期望的想法对内夫来说是关键的，这和我们将在下一章读到的伟大的反向思维投资者——大卫·德雷曼一样，内夫发现人们对于高市盈率飙升的股票往往寄予过多期望，这些股票时常会因一点点令人失望的迹象而开始下跌。但是，低市盈率的股票，人们对它们的价格则寄予较小的期望或盼望。因此，业绩方面的任何改善都很可能提高人们对它们投入的关注，即使它们的业绩很低，不符合华尔街的期望，人们的损失也不大。内夫认为，“公司市盈率低，人们对其财务业绩很少关注，因而一般很少会给你造成大的亏损”，“前景好转的迹象会引起人们浓厚的兴趣。如果你在那些股票无人理睬时买进，而在其他投资者认识到它们的优势致使价格上升时将其卖出，你往往会收获颇丰。”

因为这一点，内夫说温莎基金通常瞄准那种“遭受打压、被人冷落”，市盈率低于市场平均值40%～60%的股票。

增长：稳健、持续、销售拉动

尽管市盈率通常是衡量一家公司价值的恰当标志，但低市盈率并不见得总是好事。“即将破产或经营不良的公司当然应该遭人冷落”，内夫写道。

内夫将即将破产和经营不良的低市盈率公司与那些理应被低估的公司区分开的一种方法是观察盈余增长，“每年的盈余增长快于7%的市盈率低的公司在向我们暗示它的活力遭到了低估，”他说，“尤其是还伴随着引人注目的红利。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走在曲线之前

内夫的著作出版于20世纪90年代末，正值科技泡沫急剧扩大时。书中内夫的关注市盈率的观点就是在这种背景下产生的。在此期间，很多投资者忽略盈余，而更喜欢试图推测哪家公司将变成下一个微软或戴尔并赚到意外之财。内夫不是这样。在他的书里，他预测到即使是当时最成功的科技业都不可能保持极大的增长势头。他说，试图利用科技公司赚取快钱的股票交易员，"令人恐惧地联想到1929年的投资者，当时，那些茫然无知的公众听信舆论界有关投资容易、股价只会上涨的宣传的怂恿。"在内夫的著作发行后不久，科技泡沫破裂，熊市开始，击垮了很多不听从他警告的投资者。

尽管很多投资者喜欢寻求增长率尽可能高的股票，希望巨额收益能持续下去，但内夫认为增长过高绝不是件好事。他认为增长率过高风险性就可能比较大。虽然投资者不会希望高增长率永久性持续，但它们通常伴随着很高的价格，因此内夫更喜欢股票持续、合理地增长。增长率高于20%的股票通常风险较大。在增长率较低的基础上，他寻找最近4个季度中每季度每股盈余相应地高于上一年的股票。

如分析师预测的那样，在内夫眼中未来盈余预期也是重要的（尽管它们可能会视情况而变化）。"展望未来，我们寻求可持续的合理的增长率，寻找在冷静的市场吸引投资者的注意力的迹象，"他写道，"小于6%或超过20%的（我们习惯的最高限度）增长率我们很少选择。我们认为更高的增长率隐藏更大的风险。"内夫看好长期以来稳健发展的公司，一如自己经营的公司，而不是股价最近才一路飙升的公司。

就他计算增长率所用的时间跨度而论，内夫说温莎基金只关注最近5年。他说："我们随时准备应对短时间内发生的重大事件，但是，最终，长期的财务业绩将主宰温莎长期的投资业绩。"

内夫在管理温莎时，对收益增长的思路还有一个重要方面。他认为利润率只能增长到一定高度，最终，公司如果想要保持收益的增长，必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须增加销售额。我们基于内夫策略的模型因此要求每年销售增长应大于7%，或每股收益增长至少为70%。

别忘了股息

在谈到回报时，大多数投资者和出版界只关注资本盈利，你以一定的价格买进股票，并关注其价值增长中获得的回报。但内夫认为这种观点忽略了投资者能够赚钱的一个关键部分：股息。

内夫认为，尽管股价市场随市场的波动而波动，但优质公司很少降低它们的股息。因为股价几乎总是依据收益增长预期而定，股票持有人能免费得到这些股息的支付。因此，内夫观点的关键部分是寻找有优厚的股息支付的股票。实际上，他估计温莎对支付股息的股票的关注，使它每年净获约2%的回报，超过了标普指数，他的基金的年均业绩胜于市场中的一半以上，原因就在这里。

只要它们的价格便宜，并且收益将足够地增长，内夫不反对不派息的股票。但为了确保所有收入的可能性都考虑到，他关注股票的全部回报（每股收益增长率加股息回报率）。他发现能通过比较全部收益与股票的市盈率来瞄准那些带来巨大收益的股票，我们依据他的著作制定的模型对全部回报/价格比至少是市场平均值的2倍或者同行业股票平均值的2倍均给予认可。

偏重几个行业的投资决策

从更广泛的角度看，学习内夫风格要注意的一个要点是，他的投资组合中的绝大部分是关于少数行业团体的股票。约翰·特雷恩（John Train）在他2000年撰写的著作《当代金融大师》（*Money Masters of Our Time*）中指出，1988年汽车类股票占据温莎持股的22%以上，而金融股甚至更高达37%。特雷恩提到，那一年，10大行业占据了温莎资产的一半以上，“这种高度集中的理由之一是他不是在进行怪异离奇的赌博。”特雷写道，“因为他仅仅购买了非常便宜的商品，如果有些事情出现偏差，也不会跌得太重。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



内夫观察的最后一个领域为自由现金流。他认为确保公司有正的现金流很重要，尤其是当今收益越来越受财务“做账”的影响，这种正的现金流能够帮助他们回购股票，支付股息，或者进行并购。

自律和执著

当然，多年来内夫的投资组合上涨大于下跌，从而使他成为历史上最成功的投资者之一——很可能是首富之一。但如果他走在大街上，你看到他也可能不认识他。“衣着朴素、不露身份，不引人注目”是约翰·特雷恩在其书中对内夫的描述，“他的行为举止完全不像华尔街的显赫人物，倒像是美国中西部地区的一个普通官员。一座离市中心不远的住宅、相守30多年的妻子，没有豪华的办公室，只有一间文件杂乱的小屋，让人想到他似乎是位某大学里的系主任。”

特雷恩还说，“然而，他的私人作风就像他要买进的股票一样，谦和而毫不引人注目。他喜欢在周末来一场激烈的网球赛，因此他的住宅除了一个网球场就再没有别的什么华丽的装饰了。他总喜欢说他买的设施或衣服有多便宜。他说他的鞋袜是在 Lou's 鞋类大集市购买的，而夹克是在一家打折店购买的。”

正如成功不能改变内夫的个人风格一样，成功也不会改变他勤勉刻苦的工作作风，正是这种作风帮助他达到最初的辉煌。在《约翰·内夫谈投资》一书的序言中，查尔斯·艾里斯（Charles D. Ellis）（美国金融咨询公司格林威治合伙公司的前合作人）写道：

他的评估除了具有独创性和高度理性之外，约翰的知识更为广博，因为他工作时间更长，更刻苦……在家里（或者在他可能正在考察的任何地方），每个周六下午一点，约翰回到他的房间，在一个清净的地方读书，反复地读遍华尔街每份杂志上有关下周行情的每一个主题。这只是他以自律著称的一个证据，这种自律精神使这位风格独到的专家为竞争激烈的职业投资管理工作做好了充分的思想准备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，特雷恩还表示，内夫每周工作60~70个小时，包括每个周末仍工作15小时左右。

但是要注意的一点是，内夫不仅在他紧张的工作日程和研究中能坚持自律，还能在当股市形势严峻时，或者其他临时萌发的策略产生了更好的短期收益时，意志坚定地坚持他的策略。内夫认为，投资盈利是一件缓慢和稳健的事情，而不是追求轻而易举的巨额回报。是的，偶尔你会很侥幸，在选股方面收获到意外之财，他写道，但绝大多数的时候，投资是“快4码扬尘回”（用于描述橄榄球的一个词语），“他们的进攻是花哨带球前进，在风险极大的30~40码的远距离传球，而不是简单、持久的一次赢得几码的低风险跑动比赛。”“从长期来看，我的投资风格能够给予投资者丰厚回报，”内夫写道，“但是如果你不会通过碰撞横移突破，或者你速战速决，你也很可能出现亏损。”不管你遵循哪一条投资策略，那都是聪明的建议。

最艰巨的任务

内夫认为，对于投资者来说最难制定的决策，不是决定要买哪只股票，而是决定何时买进。“除了选择低风险的优质股票，温莎的业绩同样（不是更加）依赖于公司的抛售策略。”他认为，“你可能对于股票的潜力预测抱有绝对的把握，但如果你持有时间太长，可能最终会一无所有。”

我们表示赞同（实际上，我们甚至将用整整一大章节——第12章来了解何时出售），虽然多数大师对于如何买进股票提供了详细的建议，但很少有几位提供何时卖出的建议——尽管那个决策很重要。

内夫制定了售出策略，并且自律在他的出售策略中发挥了重要作用。他说投资者遭遇的一个问题是他们深爱盈利的股票，并且持有时间过长——“尤其是当（他们的）反向思维立场被证明是合理的时候。”但是很多投资人也担心他们在太短时间内卖出盈利股票，会错过更大的盈利机会，然而内夫在管理温莎时不受这种担心的左右，“我们不追求最后一块钱，而是很高兴地把部分上档留下，给那些清醒过来的买主。我们从不玩抓市场头部的游戏，这么做要比日后套牢在跌势中稳妥。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内夫说温莎出售股票有两大原因：股票基本面的毁坏（尤其是其盈利预期及未来5年的增长率），或者是股价达到公司的预期。温莎运用盈利预期和股票市盈率的增大为它拥有的每只股票都设置了价格预期。他还依据股市气候调整了这些目标，“我们不让纯粹的数据欺骗或迷惑我们。”

我们的出售策略在某种程度上与内夫的有所不同，但我们赞同投资者可以做的最重要的事情是坚持公司的出售策略——不管那种策略的细节可能会是什么。

内夫的策略：步步剖析

业绩记录： 内夫的温莎基金（起先隶属于威灵顿管理公司旗下，后来隶属于先锋集团）在1964—1995年的几年中，年均收益率为13.7%，远远超过同时期标普500指数的10.6%，也是同时期里规模最大的基金中全程业绩记录最好的一只——也许是首屈一指。

风险： 相当低。内夫关注价格收到严重打压的股票，这样，即使公司的业绩较差，它的股票也不能深跌。此外，他关注支付丰厚股息的公司——即使股票不再攀升，你也能够获得一定的收入。

投资期： 变化的。内夫写道，温莎乐意持有股票长达3年、4年，甚至5年，前提是它们的基本面仍保持完好。但是他还说，温莎拥有的每种股票最终都是用于出售，如果他所持股的公司的基本面或价格发生变化，他就不再相信它有好的估值潜力，他可能在持有它仅仅一个月后抛售——内夫有时仅持有一个月，仍可从中收获可观的收益。

努力程度： 中等。内夫是个孜孜不倦的研究者，他的量化方法相当严密。现代股票筛选技术使它们当中的一些便于今天的一般投资者运用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如你已经看到的，约翰·内夫关注的股票不是人们在鸡尾酒宴或办公室的冷却水管旁激烈论辩的焦点，而是那些被大多数投资者所回避的。这些股票有时是因为属于困境中的行业或是利空新闻的受害者，有时是因为它们是货真价实令人厌烦的公司。在某种意义上，内夫绝对属于反向思维投资者，但他对把市盈率作为确认低估股票的方法的依赖，促使他更喜欢另一个绰号“低市盈率投资者”。因此，我们对基于内夫策略的模型的解释探讨就从内夫在自我描述中所包含的变量——市盈率说起。

市盈率 内夫关注市盈率低于平均值的公司。他的理论：市盈率高的股票期望值更高，投资者愿意花费高价购买公司的未来收益预期的事实已经证明了这一点。如果公司没有达到那些高的期望，即使业绩比较好，股票也会下跌。相反，市盈率低的股票，随之而来的期望值也低，公司业绩方面的任何改善都很可能导致股票的上涨。同时较差的业绩也不会过重地伤害公司，因为期望值已经降得很低了。

每股收益增长率 内夫将市盈率有望降低的公司与其他公司区分开的途径，是观察每股收益的增长率。他认为很高的增长率可能会有风险，因为它们通常价格很高，即使投资者不希望它们永远持续这种高价位。内夫更喜欢持久、适度的增长。市盈率低的公司如果每股收益增长快过7%，那就意味着“向我们透露了价值被低估的信息”，他写道，但如果增长率高于20%，那通常会引发更大的风险。

每股收益增长率预期 当谈到未来预期时，内夫承认准确地预测收益是根本不可能的。但是，他表示温莎寻找适度和持续增长的股票最终会吸引投资者的眼球。

内夫策略认为，增长率预期小于6%的公司很少被选中。就我们的基于内夫策略的模型而言，也运用了6%这个数据。要证实公司在历史上的增长率，我们要确保分析师对当前财政年度和长期增长率的预期大于6%。

销售增长 内夫认为利润率增长的时间可能是有限的。他写道，“最后，只有表现出销售额增长的公司才是有吸引力的公司”。内夫没有确切地说明他希望看到的销售增长率是多少，所以，在与他的增长观点的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

般原则保持一致的同时，我们的基于内夫的模式要求公司的销售额至少是其每股收益增长率的70%。

但是还应注意一点，即使公司的每股收益增长不是以销售额的提高而拉动的，只要它的销售增长保持适度的强势，仍不应当受到忽略。

全部收益/市盈率 为了衡量全部收益，内夫将股票的每股收益增长率与股息收益相加起来，他希望股票的全部收益/市盈率至少是市场平均值的2倍（或者至少是同行业平均值的2倍），这两种方式能够检测股票是否能通过我们基于内夫的模式的这一部分。内夫主要依靠这个标准（比较股票全部收益与其市盈率）来确定股票与同行业或市场相比是否便宜。我们基于内夫的模式还看重内夫关于具有股息支付的股票有额外吸引力的观点，认为很多投资者忽略了这一点。但是要注意，内夫不要求他的所有股票都有股息（他有1/3的股票通常没有股息）。

下列两种是次要标准，因为内夫对它们不很重视。达不到这些标准也不会妨碍股票获得丰厚的利息，然而，它们仍在内夫关注的区域内。

自由现金流 内夫认为，尤其是在一个盈余越来越受财会“做账”影响的时代，确保公司有正的现金流，能有助于回购股票，支付股息或者进行并购。

每股收益的持续性 内夫喜欢的股票为，其每股收益在最近4个季度中的每个季度都大于一年前相应的4个季度，显示出持续的增长。

基于内夫策略的模型之业绩表现

我们从2003年开始跟踪的8种有独到见解的大师策略中并不包含内夫策略。它的归入略晚一点，在2004年初。自那时以来，它的业绩一直不错。10只股票的内夫投资组合自建立以来增长了30.6%，是同时期标普500指数9.3%的收益回报率的3倍还多。20只股票模型的业绩不太好，但它15.4%的收益仍超过标普。10只和20只股票投资组合的波动性较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小，贝塔值分别为 1.14 和 1.16。

就盈利百分比而言，10 只股票投资组合业绩最佳的年份是 2006 年，当时盈利飚升到 22.3%，而标普指数的盈利为 13.6%。它前两年的业绩比起标普还更好，2004 年，它比标普指数的 2 倍还多，2005 年，它的盈利为 15%，达到标普的 5 倍。

2007 年是 10 只股票投资组合业绩最差的年份，当时在主要趋势市场上以价值为中心的投资组合比标普 3.5% 的收益少了 1.9%，2007 年下降到 10.6%。在 2007 年之前的头 3 年里，20 只股票的投资组合也轻松地战胜了市场。

因为低市盈率无人问津，与内夫本人相同，基于内夫策略的模型将时常涉足大多数投资者不会涉足的区域，并且时常在这些领域大举投资。譬如，2008 年 1 月，当时次级债和信用危机将金融市场弄得阴霾重重，内夫的 10 只股票投资组合新进了五只金融类股票。就是在这时，这种模型才能以较低的价格买进这些不受追捧的股票，意味着——正如温莎的选股一样，即使它们不反弹，也不会持久地下跌（见表 2—1）。

表 2—1 模型投资组合风险和回报统计

	10 只股票	20 只股票	标普 500
年收益率	6.1%	3.2%	2.0%
总收益	30.6%	15.4%	9.3%
最佳整年	2006 年 22.3%	2006 年 21.6%	2006 年 13.6%
最差整年	2007 年 -1.9%	2007 年 -10.6%	2005 年 3%
贝塔值	1.14	1.16	1.0
精确率	53.0%	51.8%	N/A

注：收益统计自 2004 年 1 月 2 日至 2008 年 7 月 15 日，欲寻更多的披露和解释，请见附录 A。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内夫的主要投资准则

◇ 关注市盈率为市场平均值的40%～60%的股票，即不受追捧的股票。人们对这些公司没有过多的期望，所以，任何提高业绩的行为都能导致大幅度盈利，而业绩较差也不会造成太大的损失。

◆ 寻找适中、稳健、持久，以销售为导向的增长率。

◇ 运用全部回报/市盈率来寻找具有深度价值的股票，观察股票将会给你带来多么丰厚的收人。

◆ 寻找支付丰厚股息的股票，因为股价通常受盈余的驱动，所以你时常能够免费得到股息。

◇ 尽量发现有正的现金流的公司

◆ 分散投资在一定程度上是合适的，但你应当投资在具有最佳收益机会的股票上，不要在乎行业或板块知名度。

◇ 坚持自律。你在一段时间后会借助所创造的缓慢而稳健的收益方法战胜市场，而不要企图在某些股票上一夜暴富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3章　大卫·德雷曼——反向思维，让你熊市也照“牛”

人群总是用求同思维来思考，而从来不用理智。

——威廉·阿尔杰（1822—1905），牧师、神学家、作家

到目前为止，你很可能已经开始注意到这些充满传奇色彩的大师们之间的主要相似性，他们都是反向思维者，操作股票的风格往往是不遵循常规智慧的。如果大多数投资者正疯狂购买某一种股票，你很可能发现像格雷厄姆和内夫这样的大师在回避或抛出它。同理，当大多数投资者正回避一只股票时，你很可能发现像格雷厄姆和内夫这样的大师更为密切地关注它，并且一段时间过后，他们这种与大众唱反调的喜好为他们赚取了价值百万的财富。

所以，当一位来自著名的价值投资队伍中的大师，以“高超的反向思维者”而著称时，正如《吉普林个人金融》（*Kiplinger's*）杂志曾经指出的，他必须有逆水游泳的偏好，同时逆水游泳的能力更不在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话下。

大卫·德雷曼是一位伟大的反向思维者，当涉足股票市场的河流时，他游得与别人一样地好。德雷曼，作家，《福布斯》长期专栏作家，德雷曼价值管理公司的主席和首席投资官，他成功地从垃圾股中淘到了金。他的肯珀—德雷曼高回报股票基金是业绩最佳的共同基金之一，并且，依据理柏基金评估公司的评比，1988—1998 年在同类基金中一直名列第一。当德雷曼出版《反向投资策略》1998 年升级版时，依据理柏数据库统计，这只基金在 3 175 种基金中再次排名第一。

大卫·德雷曼是谁?

德雷曼是加拿大温尼伯市大型商业公司一位首席交易员之子，他早年就开始踏上投资管理之路。出生于 1936 年的他，长期以来一直对股市情有独钟，少年时代时常陪伴父亲去交易所大厅。在德雷曼价值管理公司的网站上有记载，少年时代他在交易所的时候就能够亲自观察极其活跃的市场动态——交易员和市场的总体反应。

自马尼托巴大学毕业后，德雷曼开始从事的第一种职业是在他父亲的交易公司担任证券分析员，后来在纽约的劳舍尔·皮尔斯·瑞森（Rauscher Pierce Refsnes）公司担任研究主任，在 J&W Seligman 投资组合管理公司担任资深投资官员。

1977 年，德雷曼创办了自己的公司，不久他通过关注冷门的、“遭受打压”或有时处于彻底崩溃边缘的公司的股票而创下了不俗的业绩。他大举增持这些股票，当市场对它们的估价大约与大多数股票的估价趋同的时候，抛出它们。

例如，2000 年，烟草巨人奥驰亚（Altria，菲利浦—莫里斯公司的前身）公司遭到起诉后，其他的投资者纷纷夺路而逃，德雷曼却趁机大笔买进。几年后，泰科国际有限公司（Tyco International Ltd.）遭遇令人尴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尬的CEO丑闻[①]，德雷曼也趁机大举买进它的股票，他的这种决策受到了别人的批评与指责，但因为他不随大流，坚持自己的信念，认为那些公司是有价值的，最终他获得了丰厚的利润。从某个角度看，德雷曼与健身班里别人都不喜欢的所有玩伴一起建造了他的投资团队，组建他的投资组合，然后他不断地看到他的团队打败了具有高知名度的挑战者团队。

反向策略：心理符合投资要求

德雷曼信奉他的反向思维的理念，现在他的公司管理逾200亿美元以上的资产。他在有关投资的好几本著作中提到了“反向”（contrarian）一词，《反向投资策略》的封面还提到他的名为“反向”（The Contrarian）的游艇。尽管他的天性可能有一种自然的反叛倾向，但书中还介绍了德雷曼为何要采用逆流而上的选股方法具体、聪慧和显而易见的原因。

也许比我们考察的其他大师都更为突出的一点是，德雷曼所修专业为投资心理学。实际上，他写于1977年的第一本著作就是《心理学与股票市场》（*Psychology and the Stock Market*）[②]。这使得德雷曼的著作尤其值得一读，因为他不但阐述了切实可行且已经得到证实的投资策略，还分析了很多投资者由心理方面的因素造成失败的原因。不管你是在运用德雷曼的策略还是别人的策略，了解这些原因对投资者都大有裨益。

在《反向投资策略》中，德雷曼实质上重点强调了他认为有一种已经被证实的简单策略，投资者可以用来战胜市场。反向思维方法就是特别简单的策略，然而大多数投资者“不能贯彻到底”并“坚守这些策略”。他们为什么不能呢？

德雷曼表示，投资者不能遵循战胜市场的简单策略的原因，是因为

---

① 泰科前CEO为丹尼斯·科兹洛夫斯基（Dennis Kozlowski）。他曾涉嫌挪用资金，用5亿美元来购买名画古董，还花费900美元在佛罗里达海滨购置豪宅，其腐败行径令公司员工深感气愤。——译者注

② 除非另有提示，本章所引用的材料均选自《反向投资策略》，其中很多也涉及投资者心理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们往往容易受情绪过度反应的影响。在某些清楚明确的情况下，会预先并经常性地过度反应，例如，如果你在报纸上读到，或在有线电视上耳闻，或被大家公认，或者从你的朋友或同事那里得到内幕消息的好股票——热门股之一，投资者总是对它们估价过高。如果股票被公认为"差"——其价格一路走低，公司正在成为负面消息的炒作对象，还有关于行业未来的担心……投资者就低估它。更常见的情况是，这种对假想中的"最佳"股票的过高估价和对假想中的"最差"股票的低估，时常导致投资者走向极端。

德雷曼也发现市场受投资者对"意外事件"反应（或者，也许更贴切的是，过分反应）的驱动。这些频发的意外事件包括超过或落后于期望的收益报告，可能会影响股票的政府行为，或者是有关新产品的新闻。更重要的是，他相信这些意外时常被分析师（主要是华尔街的分析师们）夸大，他们的收益预测时常是错误的。他写道：

连续4个季度，分析师在130次的一致预测当中仅仅会有1次预测偏差在5%以内，从这个角度考虑，比起确定未来5年的股票收益，你成为纽约彩票的大赢家的可能性更大。（德雷曼强调）

当你将投资者过分反应的倾向与市场频繁的意外事件相联系思考时，你会逐渐触及德雷曼反向思维观点的原因的实质。他认为意外事件经常发生，因为"最佳"股票时常被高估，意外的利好消息不能如预测那样提升其价值，那么意外的利空消息可能会对它们造成负面影响。相反，"最差"股票已经被低估，因而当意外事件发生的时候，它们也不会严重下跌。当利好的意外事件发生时，它们有更为广阔的成长空间。德雷曼还发现，盈余的意外事件效果延续的时间更长。

他的结论：因为意外（正面和负面）事件时而发生，所以要买进不受大众追捧的股票。如果你持有受追捧的股票，你会因负面意外事件受到打击，但不会因正面意外事件而获得更多的收益；然而如果你持有的是不受大众追捧的股票，你几乎不会因为负面的意外事件而受到损失，却会因正面意外事件收获到丰厚的回报。

这似乎完全符合逻辑，但德雷曼发现甚至那些懂得这个道理的人也时常不遵守这个原则。他发现其中的部分原因是，人们习惯于过分乐观，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对未来事情抱着不切实际的乐观态度，认为未来事情的最终结果会比现实生活中可能出现的情况要更好。换言之，他们用一种不现实的积极态度看待自己，对自己控制局势的能力有一种不切合实际的自信。例如，他们可能相信拥有很多信息会保护他们免遭市场上意外事件的冲击，他们认为自己已经研究了值得研究的每一个方面，因此了解了所有应该了解的一切。

德雷曼认为这种过分乐观精神会导致投资者彻底破产，证券分析师就是一个典型，他们知道如果收益没有达到华尔街的预期，翱翔天际的股票将会自天空中落下，下跌的速度比鹈鹕沉水取鱼还要快。然而，分析师们仍会推荐那些飚升型股票，因为他们对自己推荐的股票信心十足，所以他们认为自己不会经历负面意外事件的打击，那种打击只可能发生在其他分析师身上。当然，鉴于市场及市场环境的不可预见性，这种打击很有可能就发生在他们自己身上。

结论：投资者绝不能低估负面意外事件发生的可能性，因为它们时常发生，并且会使高估的股票价格发生雪崩。

占据优势

如果这些负面因素使你愁眉不展，别担心，这其中还有好消息。因为如此多的投资者对市场有相同的情绪和心理反应，德雷曼相信聪明的投资人能够与众不同，通过反向思维，关注某些与基本面相关的最低价股票战胜市场。历史证实了他的观点：

调查结果显示，通过对价格/收益比、价格现金流、价格票面价值、价格股息比的衡量，对未来市场预期最好的公司一向业绩最差，而认为前景最不乐观的股票一贯业绩最佳的*重点*。（德雷曼强调）

德雷曼不但用这 4 种指标确认了不受人喜欢的股票，他还要确保该公司拥有坚挺的财务。他对因投资者的过分反应和恐惧，而导致公司以很便宜的价格出售的股票感兴趣，而不是因为公司有真正的问题。因此他观察基本面的多种因素：股本回报、利润率、债务股本比、收益，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确保公司正立于稳定的财务基础之上（我们将在本章“步步剖析”一节中更仔细地观察德雷曼所运用的这些标准）。

更适合于熊市

德雷曼策略的优点之一是符合他引用的4种反向指标之一——低市盈率、低价格现金流、低市净率，或者低价格股息比率的股票，在熊市期间业绩往往胜于市场整体及那些受大众追捧的同类股票。1970—1996年，市场处于一种下跌阶段中，在这个阶段的所有季度里，德雷曼通过4种反向思维指标衡量每个季度的平均回报来支持这种观点。在市场下跌的那些季度，他发现4种反向思维指标中的每种股票组合平均盈利水平都战胜了市场，甚至远远地战胜了高市盈率、高市净率、高价格现金流比和高价格股息比的股票（见表3—1）。

表3—1　　股市下跌期间的平均季度回报（1970—1996）

股票特征	收益率
低价格股息比的股票	-3.8%
低市盈率股票	-5.7%
低价格－现金流比率	-5.8%
低市净率	-6.2%
市场平均值	-7.5%
高市盈率股票	（接近）-9.5%
高市净率股票	（接近）-9.5%
高价格现金流比股票	（接近）-9.5%
高收益（高价格股息）股票	-12.2%

德雷曼还发现，他的反向思维观点适用范围较为广泛。他曾寄语《财富》杂志，他不但关注符合反向思维的个别公司，而且关注有着类似于不受大众追捧的行业特点的公司。“使肯珀—德雷曼高回报基金有别于大多数基金的关键是，我能够并且乐意在某些板块中累积大量头寸。”他说，“当行业表面看来似乎陷于危机，并且价格相当便宜时，我会买同一个行业中的多种股票，而不是只买进一只股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

譬如，他表示，1990年银行在“严格意义上算是被白送了”，所以他买进银行股并且业绩不错。这可能是个别投资者追求的策略：发现一种偏离大众口味的行业，买进其中几家公司的股票。如果你尝试这种行业游戏，最好遵循德雷曼的总体反向策略，即寻找最冷门的股票，并符合他的4种反向思维的特点：低市盈率、低市净率、低价格现金流，或者高收益。

需要记住的另一个要点是德雷曼买进此类股票是为了长期（2~3年）获利，他的研究也表明持有时间长达8年，利润才更为可观。所以如果你遵循这条策略，就必须要做好守住那些不合大众口味的股票的准备，持有这些股票2~3年，待它回升和上涨，然后出手。

如何应对大的市场危机

德雷曼对投资者心理分析的最后一个观点是有关“危机投资”的。尽管大多数投资者一看到危机的预兆（如经济、政治、政府或其他方面）就望风而逃，德雷曼却会逆大众的心理而动，一如既往地坚持自己的信念。“市场危机提供了绝好的赚钱机会，因为它在最疯狂的时候释放了过分反应，”他写道，“人们不再查看股票值多少钱，而是他们被股价的暴跌弄得目瞪口呆，引起危机的事件总是被认为是新事件。”他还说，“恐慌时买进，不要抛售。”

在《反向投资策略》一书中，德雷曼设置了一种表格，显示他所称的“11种战后较大危机”。其中包括柏林封锁、朝鲜战争、肯尼迪被刺，北部湾危机、1979—1980年的石油危机，1990年波斯湾战争等。他说明，市场在海湾危机（柏林封锁，当时市场下跌）的一年后上涨了22.9%和43.6%，除了北部湾危机后的7.2%，平均盈利25.8%；危机两年后，平均收益为37.5%。值得注意的是，9·11恐怖袭击事件后也就是在德雷曼撰写《反向投资策略》之后，收益回升到9·11前的水平用了标普一个月的时间。但是，在9·11事件的一年后，指数已经落后于9·11以前的水平，网络公司灭顶之灾无疑是个因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德雷曼的分析并没有将每一次危机考虑在内，但他分析了第二次世界大战末和他写作本书期间大部分规模较大的危机，他的论点令人信服。利空消息时常给市场注入紧张不安的气氛，只有结果证明坏消息的破坏性不如当初想象的那样可怕时，市场才恢复如初，聪明的投资者可以利用这一点。

重新定义风险

德雷曼理论更具吸引力的一部分是他对风险这一概念的看法。习惯上，投资者们将“风险”（risk）视为“震荡”（volatility）的同义词。换句话说，他们认为为了获得更高的回报，必须乐意承担股价较为剧烈的短期波动。

德雷曼，反向思维者，一如既往地持有异议，“数十年来，人尽皆知，在风险和回报之间没有联系，学术界也是这样定义的”。他写道，“较大的波动不会带来更好的业绩，较小的波动也不预示着会有较差的业绩。”他认为，研究已经表明，风险和回报之间并不必然地存在着稳定的长期联系，在已经实现的回报和承担的风险之间时常没有关联。“震荡不是风险，”他警告说，“不要依据震荡提出投资建议。”

所以，如果震荡不是风险，那么风险是什么呢？德雷曼认为，风险是你不能达到长期投资目标的可能性。阻碍那些目标实现的头号敌人是通货膨胀。他写道：

> *在第二次世界大战后，所有名目繁多的风险首次永久性地进入投资环境，这种致命的新风险被称为通货膨胀，任何现象都逃脱不了这种病毒，但它的主要受害者是储蓄账户、国库券、债券和其他类型的固定收益投资。*

德雷曼正在证明一种现象，即投资人通常将国库券作为他们的风险标杆。因为它们的面值不能下跌，国库券是公认的无风险投资。但在德雷曼看来，因为国库券和债券易受通货膨胀的影响，因而实际上它们风险偏高。例如，如果你购买 10 年期的年利息为 3% 的国库券，假如通货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀正以2%的幅度攀升，那么你的投资到期时，真正价值最终会远远地小于3%。在国库券利息低的情况下，从实际购买力来看，更高的通货膨胀甚至可能意味着，你的投资在一段时间过后会出现亏损。

大风险不是数以万计的学术性文章一直在探讨的股价的短期震荡，而是你在基金的增长期里没有达到你长期的投资目标的可能性。对于投资期限为5年、10年，甚至是30年的投资者而言，将每月或每季度的震荡称为风险，这个定义完全不恰当。（德雷曼强调）

德雷曼认为，风险的真正定义是，通货膨胀和税收后，资本发生的潜在损失，包括：

1. 你的投资在你的投资期限期间保住你的资本的可能。
2. 你的投资将在此期间业绩胜过可替代性投资的可能。

德雷曼认为，从短期来看，股票的震荡不可预测，所以如果你正在存钱，准备在未来两年之内购买一座房屋或一辆汽车，债券和国库券是很好的选择。但从长期来看，股票一般远远胜过如债券或国库券等可替代性投资的业绩。

实际上，德雷曼的研究表明通货膨胀调节的股票收益——与债券或国库券不同，股票收益有能力产出不断提高的盈余流——自19世纪初以来，已连续超过了债券和国库券的速度。自从20世纪20年代中期以来，股票与债券或国库券的差距已经拉大，通货膨胀开始产生更为严重的影响。

不仅如此，更有甚者，德雷曼认为，1946—1996年，在通货膨胀之后，如果你的持有期限为5年，股票的复利回报好于同期84%的那些债券，股票的业绩也胜于82%的5年期债券。10年期的股票战胜了同时期94%的债券、86%的国库券。你若观察20年的持有期限，股票战胜了同时期100%的债券和国库券。

德雷曼认为，结论很明确：根据其风险定义，股票实际上是最安全的长期投资。投资者将他们资金的大部分或一部分买进债券和其他投资，希望降低它们的风险，实际上是自欺欺人。“的确，”他写道，“它与我们儿童时代学习的原则（最安全的投资方式是储蓄，将我们的资金存入银行）截然相反。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德雷曼的策略：步步剖析

业绩记录： 根据理柏公司进行的统计，德雷曼的肯珀—德雷曼高回报基金一直是业绩最好的共同基金之一，1988—1998 年，在 255 种基金中一直名列前茅。在德雷曼出版《反向投资策略》升级版的时候，该基金多次在理柏投资数据库的 3 175 只基金中排名第一。

风险： 相当低。德雷曼关注价格受到打压的股票，这样，尽管公司的业绩已经很差，其股票也不可能持续地下跌。此外，他还关注支付丰厚股息的公司，这样即使在股票不攀升的时候，你也能获得一定的收入。

投资期： 德雷曼的投资期为 2～8 年。如果公司在两年内没有大幅度地反转，他通常抛售转手。

努力程度： 较低到中。

既然我们对主导德雷曼投资理论的原则已经有了一个大致的了解，现在来看一看我们怎样才能实践这位大师的股票投资策略。因为德雷曼的观点综合了各种不同的变量，其中有很多完成了不同的总体任务，所以我们将基于德雷曼策略的模型分解成几大种类：**反向思维指标、规模和收益、雄厚的财务状况和有利的比率。**

寻求反向思维指标

德雷曼方法的第一大部分是寻找符合“反向思维”——基本面被低估的股票。德雷曼的方法是将一只股票的价格与衡量公司基本面的 4 种不同的财务变量：收益、现金流、票面价值和股息收益做比较。为了排除基本面弱的公司，我们规定一只股票至少必须合乎下列 4 大反向思维标准中的 2 项，从而获得基于德雷曼策略的模型的利润。

市盈率 如果股票产生的收益高于你支付的股价，那是增值的暗示。德雷曼在 1970—1996 年进行的调研显示，处于市场最低的 20% 之列的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈率的股票年均回报率为 19%，而不是市场的 15.1%。他的研究还显示，低市盈率的股票比高市盈率的股票（它们回报 12.3%）回报更高，投资者感受的风险更小。

因为德雷曼的研究是针对市盈率为市场最低的 20% 之列的股票，因此它可以成为我们运用的一个标准。

价格现金流比 强大的现金流预示着公司的进账远远大于其支出，这是一个好兆头。如果公司的股价低于正在产生的现金流，那么，它就是被低估，符合反向思维原则的标志。与市盈率一样，德雷曼寻求价格现金流比在整个市场最低的 20% 之列的股票。德雷曼在 1970—1996 年所做的调研中，发现价格现金流比处于市场最低的 20% 之列的股票回报率为 18%，而市场平均值为 15.1%，他的研究还证实股价与现金流量比较低的股票的收益要高于价格现金流比高的股票，而承担的风险较小。

德雷曼将现金流解释为："税后盈余，加上欠提折旧和其他非现金支出费用。它是衡量公司真正盈余能力的工具，也是其财务经营能力的标志。"

在将德雷曼的策略应用于我们的模型组合中时，我们发现，当传统的市盈率变得很高或因为公司没有盈余而无法计算市盈率时，价格现金流比是在经济衰退期间寻找廉价周期性股票的极好衡量工具。

市净率 票面价值是公司业务实际上有多大价值的另一个标志，所以通过比较票面价值与股价，你会得知这种股票是否被低估，是否符合反向思维的选股原则。

德雷曼认为，票面价值是用公司的常用股票价值减去所有负债和优先股。我们的基于德雷曼策略的模型寻找市净率在整体市场最低的 20% 之列的股票，因为那也是德雷曼在他的研究中所运用的标准。德雷曼在 1970—1996 年股市回报的研究中，发现在市场最低 20% 之列的市净率的股票年均回报率为 18.8%，而市场为 15.1%，并且低市净率的股票的回报大于高市净率的股票，同时承担的风险更小。

价格股息比 德雷曼寻找基本面比股价强大即符合反向思维选股的原则的股票的最后方式——是通过观察价格股息比。与其他 3 种反向指标一样，我们的模型也寻找价格股息比在市场最低的 20% 之列的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（换一种角度观察，收益——最近4个季度的股息的美元数量除以现时股价——应当位于最高20%当中。）德雷曼在1970—1996年所进行的调查研究中显示，价格股息比在市场最低的20%之列的股票年均回报为16.1%，而市场为15.1%。

德雷曼对于依据本标准的投资非常谨慎，因为它主要面向寻求收益型的投资者，这些投资者更乐意投资于符合这一标准的股票，而不是投资于债券。对于怀有其他目标的投资者来说，这是很实用的标准，应当与德雷曼的其他标准联系起来运用。我们的模型在运用其他3种反向思维的指标的同时，也运用了它。

规模和盈余

在德雷曼投资策略中，仅仅知道达到“反向思维”标准的股票是不够的，他发现规模和盈余能力也对反向思维选择的回报有着重大的影响。

市值 德雷曼认为在投资于大型公司时，投资者很少容易受到会计“做账”风险的影响。此外，他认为更大的公司更频繁地出现在公众视线里，往往有更持久的存活能力。因此他在选股过程中会关注大型规模的公司（市场最大的1 500家）。所以，那也是我们的模型的要求。

盈利趋势 德雷曼看好在最近几个季度的盈余报告中盈利呈上升态势的股票。在我们的模型中，规定公司最近季度的盈余要比前个季度高。

每股收益增长 在不久的过去和未来，每股收益增长只是针对非周期性公司而言。德雷曼看好最近盈余增长大于标普500的股票，他还要肯定公司的盈余在不久的将来没有急速下滑的可能。

德雷曼一般观察股票最近6个月每股收益增长的情况。公司在此期间的增长率和它当年的增长率预期，必须分别大于标普500的同一类数据。

提示：德雷曼暗示运用价格现金流比的周期性公司更容易评估。

要记住，有时股票会发生临时性的盈余衰退，股价因此受到不理性的打击，德雷曼发现这些偶发性事件是便宜买进好股票的时机。要确定盈余方面的衰退是公司长期衰退的必然结果，还是临时性特征，我们采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用的首要标准是：下几个季度的每股收益增长率预期应当大于标普同期。同样下一年度的每股收益增长预期也必须大于标普。

在这种经济“滑坡”形势下，第二个标准是下两个季度中任何一个季度的每股收益预期都应当大于盈余滑坡前的那个季度。换言之，德雷曼更希望看到盈余快速反弹，预示着滑坡不是长期的。他运用的是保守（低）的每股收益预期（如果可以取得）。在把盈余预期与实际上的历史盈余做比较时，要注意的一点是：预期通常基于非正常项目之前完全摊薄收益，那意味着当你将预期与历史盈余做比较时，你必须保证你在非经常项目之前运用了充分摊薄的历史盈余。

寻找强大的财务状况和有利比率

德雷曼方法的最后部分是寻找尽可能多的稳健财务比率，以辨别公司的财务实力。德雷曼想要确保他投资的公司是强大的，它们的股票是因为不理性的恐惧或负面新闻而遭受暂时性的打压——而不是因长期财务困难而陷入困境。以下详细叙述的标准有助于辨别公司的财务状况是否稳健。

流动比率　德雷曼认为，有前途的公司必须有强大的流动比率，它是衡量流动资产与流动负债的比率。流动比率一般显示了公司支付流动负债（一年期或一年期以下）的能力。德雷曼希望看到流动比率高于公司同行业的平均数，或者大于2。他认为这种标准是公司财务稳健的标志。

股息支付率　公司有能力提高股息的最佳指标，是具有较低的股息支付率，即公司以股息的形式支付公司盈余的百分比。德雷曼发现，如果最近的股息支付率小于股票5～10年的历史平均值，公司就有很大的提升股息的空间。我们的基于德雷曼策略的模型瞄准了股息支付率低于历史支付比率的公司。

提示：如果股息支付率大于40%或小于80%，而公司又是电力或水力等公用事业单位，这种股票符合标准。这一点对于这种类型的公司是最低要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股本回报率（ROE） 德雷曼说股本回报率是衡量公司盈利程度的重要方式。一只股票应有较高的股本回报率，因为这有助于确保公司没有结构性缺陷。德雷曼说股本回报率应当大于1 500只市值最大的股票中1/3的股票，他认为如果股本回报率超过27%以上，可以发放高得惊人的额外奖励。

税前净利率 德雷曼认为净利率是重要的财务比率，因为净利率越高越稳定，公司的信誉便会越好。他会寻找税前净利率至少为8%的公司，并认为超过22%则更为理想。

收益 德雷曼发现符合反向思维原则的股票同热门股相比，除了有更好的估值潜力外，可能还会时常创造较高的股息收益。他在运用反向股票基本原则的同时，还概括出超过平均数和增长股息收益的改进业绩。在我们开发的模型中，认为至少要高出道琼斯收益1个百分点。

债务股本比 公司的债务股本比必须保持较低水平，那预示着公司有强大的资产负债表。这是确保公司在结构上没有大漏洞的另一种方式，因为债务股本比高有可能导致财务困难。

在基于德雷曼策略的模型中，我们已经确定债务股本比要小于20%。请注意我们不将这种比率应用于银行等金融公司，因为其业务性质决定它们本身就背负大量的债务。

基于德雷曼策略的模型之业绩表现

自我们从2003年7月开始跟踪，我们基于德雷曼策略的模型已经成为业绩最佳的模式之一。10只股票的投资组合在首个5年盈利79.2%，几乎4倍于同时期标普500的盈利，三次（2003、2004和2006年）盈利超过30%。只有一年（2005年）没有超过30%，而它的18.4%的回报也是标普盈利（3%）的6倍多。以价值为中心的投资组合在不寻常的2007年奋力搏杀，由于趋势拉动市场，仍然亏损了12%，那是它唯一亏损的一年。我们基于德雷曼策略模型的20只股票投资组合运转情况相当好，自2003年7月建立以来，盈利77.5%。从百分比看，它业绩最佳的一年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是2004年，当时盈利高达30.5%（而标普盈利为9%），但与广大市场相比，业绩最佳的一年是2005年，当年盈利21.5%，是标普3%的盈利的7倍。投资组合的最差的一年也是2007年，当时它跌至7.8%（见表3—2）。

表3—2　模型投资组合风险和回报统计

	10只股票	20只股票	标普500
年收益率	12.4%	12.1%	4.0%
总收益	79.2%	77.5%	21.4%
最佳整年	2006年34.3%	2004年30.5%	2006年13.6%
最差整年	2007年-12.0%	2007年-7.8%	2005年3%
贝塔值	1.01	1.0	1.0
精确率	62.7%	61.8%	N/A

注：收益统计自2003年7月15日至2008年7月15日，欲寻更多的披露和解释，请见附录A。

有关德雷曼模型要注意的一件有趣的事情是，此模型的震荡性很小。自从它们成立以来，10只股票和20只股票的投资组合的贝塔值分别为1.01和1.0。这意味着它们实质上发生的震荡没有市场的大。当然，鉴于他对震荡和风险的观点，德雷曼很可能不会过多注意这些数据，因为他更加关注的是长期的震荡而不是短期的。但是对于缺乏股市经验的一般投资者，或者对那些投资时往往控制不住自己情绪的人来说，这种模型的低震荡性，可能会是极具吸引力的选择。

与德雷曼本人一样，我们基于德雷曼策略的模型，倾向于选择那些不受人们追捧的行业的公司。去年，投资组合主要是由受到次级债危机困扰的金融板块以及能源板块的众多公司组成，这些能源企业一直在应对多种问题——炼油的高费用，可替代性燃料的推广等。使用这种模型时常需要多一些耐心，因为市场需要花费一段时间从被打压的行业中复苏。但从长远来看，我们模型的成功似乎支持了德雷曼的观点，如果你坚持这些观点，反向思维策略能够为你带来相当可观的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德雷曼的主要投资准则

寻找反向思维的指标

股票应当通过下列标准的两种或两种以上

◇ 市盈率属于市场最低的20%之列。

◆ 价格现金流属于市场最低的20%之列。

◇ 市净率属于市场最低的20%之列。

◆ 价格股息比属于市场最低的20%之列。

观察规模和盈余

◇ 从市值最大的1 500种股票中选择。

◆ 从有盈余增长预期的股票中寻找。

◇ 在最近的过去和未来每股收益大于市场平均值的股票中寻找。

观察财务比率

◇ 流动比率至少应为2或大于行业平均值。

◆ 股息支付比率应当低于历史平均值。

◇ 股本回报率（ROE）应当名列市值最大的1 500种股票的前三位。

◆ 税前净利率至少应是8%。

◇ 股息收益至少高于道琼斯指数1个百分点。

◆ 债务股本比率（D/E）应当不大于20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章 沃伦·巴菲特——“股神”的安全法则

庸才是身着工作服的天才。

——拉尔夫·瓦尔多·爱默生

我买昂贵的服装，它们穿在我的身上却显得便宜。

——沃伦·巴菲特

“奥马哈先知”、“世界首富”、“空前绝后的伟大投资家”等，还有很多用来描述沃伦·巴菲特的最高级修饰词。但当你对所有这些溢美之辞（对巴菲特本人在投资时所擅长的策略）条分缕析之后，你会发现，其实沃伦·巴菲特只是一名简单务实、头脑清醒的商人，他对自己所从事的事业特别擅长——尽管现今许多名人的知名度大多来自他们自我营销的能力，而不是他们实际的工作业绩。巴菲特成为投资界巨子的原因很简单，就是凭借他惊人的业绩记录：在长达 32 年的时间里，他的公司——伯克希尔哈撒韦公司，给投资者带来了年均 24% 的回报。那是在 30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多年的时间里年均24%的回报！也许这是有史以来最为辉煌的业绩记录。

当然巴菲特的传奇中也少不了关于他个人生活方式的内容，但只能用比较匮乏来形容。据《福布斯》介绍，尽管拥有620亿美元的资产净值使巴菲特成为了世界首富，但他的住处仍旧是50年前花31 500美元买来的内布拉斯加的灰泥住宅。朴实的中西部风格和崇尚简单的个性倾向（一杯樱桃可乐、汉堡包和一本好书是必不可缺的）已经被多次详细描述过，这些与华尔街的热闹喧嚣和富丽堂皇形成了鲜明的对比。是的，他乘坐私人飞机出差，但他肯定不是过分追求享乐的人。据《纽约时报》报道，在几年前，他刚刚再婚后，他和新娘，以及另外两个人不是在五星级酒店，而是在海鲜连锁店 Bonefish Grill 进餐，在那里你花不到20美元便可吃上由中间切开的精致的菲力牛排。

与他的个人生活方式一样，巴菲特投资时也不是追求时髦花哨或是抢眼的股票。作为格雷厄姆的弟子，巴菲特恪守严格、保守的投资理念，关注有数十年成功业绩记录的，财务稳健、保守的公司，他的投资盈利已破数十亿美元。你不会发现他在一只只飙升型的科技股之间转手，却会发现他乐于投资那些生产简单产品的公司，人们离不开这些产品或者离开了就不习惯，如可口可乐公司、沃尔玛、Anheuser－Busch 公司、美国伯灵顿北方圣达菲铁路运输公司（Burlington Northern Santa Fe Corp.，美国铁路运输巨头），都是伯克希尔哈撒韦公司主要持股的公司，他一直持有这些股票很多年。

所以，尽管很多投资者设法拟定复杂的，甚至几近无法理解的投资方案，巴菲特却将投资彻底分解。他对推测或炒作不感兴趣，如果公司正在策划“下一步重大举措”，你很可能不会看到他买进这家公司。他宁愿买那些已经被证实是稳健的公司。他关注的主要目标很简单：公司实际上的价值以及他买进其股票（或者整个公司）的价格。他不想像股票交易员那样利用每日股市预测来赚钱，他关注公司的业务，主要表现在：财务稳定吗？未来可能保持连年的增长吗？管理得力吗？因为他知道一段时间以后，有强大业务、长期前景美好的公司的股票可能会大幅飙升，不论那些股票今日、明日或下周表现如何。在伯克希尔哈撒韦公司致股东的信中甚至不根据股价的变动来衡量业绩——尽管公司的数据时常因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此很可观，但巴菲特知道，股价波动，甚至是逐年的波动都是受不可预测的非理性投资行为影响的——所以，这封信列举的是伯克希尔哈撒韦公司每年每股的票面价值的百分比变化。关注公司，其次关注股票——说的就是这个道理。

巴菲特的辉煌业绩突出体现在简单和理性上。你若听过他的业务演讲，你不会感觉到他比其他投资者有多聪明，也不会认为他拥有某种超常的意识能够理解其他人理解不了的事实和数据，但是你会觉得他是站在挤满了疯子的房间里唯一神经正常的人——那个房间就是华尔街。当你听到他发表的有关公司的言论，你不会认为，“哎呦，他怎么会想到这一点呢”，而是你会觉得，“上帝，我为什么想不到这一点呢?”

那是因为巴菲特与地球上任何人一样，认识到杰出投资者的头脑多与理念有关，而不是与智商有关。美国《金钱》杂志记者杰森·茨威格引用巴菲特在 2008 年 5 月的记者招待会上讲过的话：“你必须有合适的禀性”，“我对前来请教我的学生们说，如果你的智商分数在 120 或 130 以上，你可以将其余的捐出来，做一名成功的投资者不需要超乎寻常的智商，需要的是一种理念意识和独立思考的能力。其他人对股票怎么看都并不重要，重要的是你是否拥有评估这家公司所需要的足够的信息。”这是起码的一点，但是在华尔街的贪婪、恐惧与情绪化的气氛笼罩中，这一点很容易丧失。

就简单和平淡而言，大多数投资者要遵循巴菲特的观点非常之难，不是因为其逻辑高深或数理复杂，而是因为需要你在做决策的过程中不为情绪所动和保持理性，正如我们说过的，大多数人在这一点上输得很惨。但是，巴菲特在投资时能将情绪撇在一边，这一点一般人很少能做到。彼得·巴菲特（巴菲特三位子女中最小的一位）曾在 2008 年 5 月接受 PBS 电视台记者苏茜·加里卜（Susie Gharib）的采访，当被问到是什么使他的父亲如此成功时，他说出了这样一番话：

我认为父亲获得成功的原因是，他在做投资决策时将情绪的因素撇在一边。他不受别人行为的干扰，包括他认为别人在做的事情，别人可能想要的东西，自己对可能不够理性的事情的感受。归根结底，是因为他对纸张上的数据和查阅的资料心中有数，明智冷静，不为感情左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特是谁?

1930年8月30日，巴菲特在奥马哈出生后不久就表现出清晰、明确、机敏的商业天赋。根据美国拉瑟协会（J. K. Lasser）《像沃伦·巴菲特一样选择股票》（*Pick Stocks Like Warren Buffett*）的介绍，巴菲特在只有6岁的时候就开始用25美分买可乐，又以30美分的价格转手卖了出去。他在11岁时，以每股38美元的价格买进3份“城市服务”优先股（Cities Service Preferred），其间这只股票跌到27美元，可他一直持有直到股票止跌回升，最终以每股40美元的价格卖出，盈利6美元。后来当这只股票达到每股200美元时，他明白了耐心是一种美德。

在14岁时，巴菲特用自己送两份报纸积攒下来的1 200美元，买下了面积40英亩的内布拉斯加农场，随后又将它租了出去。他还在上中学时，就买了弹子球游戏机，然后将它出租给理发店，到他毕业时已经盈利1万美元，相当于今天的10万美元还多。

巴菲特通过正当手段从股市中获利。他的父亲霍华德·巴菲特（Howard Buffett）曾是位杂货商，但他下决心成为股票经纪人。（霍华德·巴菲特还有其他的打算和抱负——1942年他竞选共和党国会议员并且成功当选。）

自然而然，巴菲特带着满脑子的商业念头上了大学。他先是就读于宾夕法尼亚大学沃顿商学院，但后来转入内布拉斯加大学，1950年大学毕业。巴菲特是位嗜书如命的读者，他在这所大学的最后一年选择了一本书，后来的结果证明这本书对他的生活产生了极大的影响，这本书就是本杰明·格雷厄姆所著的《聪明的投资者》。巴菲特成为格雷厄姆学说的痴迷者。当哈佛大学拒绝接受他学习MBA的申请时，可能并没有令他万分失望，取而代之，巴菲特上了哥伦比亚大学，之后在那里教书，成为格雷厄姆的明星学生。直到今天，他的言谈之中仍满怀着对格雷厄姆的敬重与仰慕。

获得硕士学位后，巴菲特开始在他导师的纽约公司工作。1956

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，他回到奥马哈自己创办投资合作伙伴公司。他的合伙人每人投资25 000美元（据称巴菲特投资100美元），他自己担任普通合伙人。巴菲特用他募集的资金，开始买进股票。合作公司营运顺利，从成立到1969年解散期间年均盈利29.5%，而同期道琼斯指数盈利为7.4%。20世纪60年代，他对位于马萨诸塞州陷入困境中的伯克希尔哈撒韦纺织厂进行了投资。面对外国的竞争，伯克希尔哈撒韦公司的纺织生意正在逐渐衰退，于是巴菲特运用该纺织厂的资产买进了其他公司。

多年来，巴菲特将伯克希尔哈撒韦公司的规模不断扩大。今天它共计拥有76家运营中的公司，雇员达23万名，2007年净盈利超过132亿美元——与当年行将倒闭的纺织厂迥然不同。它的下属企业许多是保险公司，如政府雇员保险公司（GEICO），还有许多其他公司，如水果牌内衣（Fruit of the Loom），本杰明·摩尔（Benjamin Moore）公司、NetJets公司和肖氏地毯工业公司（Shaw Industries）。伯克希尔年会成为知名的“为资本家举办的伍德斯托克音乐节”。2008年，奥马哈股东大会吸引了3万多名听众，无疑其中很多人是为了聆听巴菲特里程碑式的真知灼见与锦囊妙计而来的。

沃伦的智慧

虽然沃伦·巴菲特的名气主要建立在他自己令人侧目的突出业绩记录之上，而公众对他的痴迷也与日俱增，但这一切荣耀的获得主要还是因为他具有坦荡的智慧与里程碑式的睿智。以下我们为大家撷取了多年来被人誉为“奥马哈先知”的具有代表性的富于智慧的思想火花：

“建立知名度需要20年时间，而毁掉它仅仅需要5分钟，如果你仔细想想，你会与众不同地做事。”（Quotedb. com）

“投资人应当记住冲动和支出是他们的敌人，他们如果坚持企图猜测进入股市的时间，那么应当尽量在别人贪婪时恐惧，而只有在别人恐惧时才贪婪。”（伯克希尔哈撒韦公司2004年致股东的信）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“投资应该基于这样一种理念，即股票是公司的一个侧面。如果你带着这种心态来观察它，那么不管分析师是否推荐它，或是公司正在将一股分拆（割）成两股，或是出现其他的情况，你都没有理由感到兴奋或激动。只有在头脑中拥有这样一种理念，自己的想法才能不受外部环境的影响。对于我们来说，这种理念来自于本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》，尤其是第8章和第20章。它并不是很复杂。”（巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司2008年年会记者招待会上的发言）

“我们最喜欢的持有期限是永久。”（伯克希尔哈撒韦公司1988年致股东的信）

“我曾很不情愿地放弃在我身故后仍然能继续管理投资组合的想法，这意味着放弃我赋予“创造性思维”新含义的希望。”（伯克希尔哈撒韦公司2007年致股东的信，说明伯克希尔哈撒韦公司的接任计划）

财富背后的人

巴菲特对他的受尊崇地位有何感想呢？尽管他常常公开谈论伯克希尔哈撒韦公司和股市，但是对于他自己并没有谈得很多。2008年4月和5月，PBS电视台开设了《认识巴菲特》的节目（对巴菲特的三位子女的系列访谈），我们从中可以对这个站在财富背后的人窥见一斑。接受采访时，巴菲特的长女苏姗·巴菲特在被问到她父亲如何看待他的众多追随者时，回答道：“我认为他感到了快乐、幸福，甚至有点欣慰，他感谢人们对他的崇拜，但我不知道他是认为自己当之无愧或是觉得人们对他的赞誉合情合理。”

《认识巴菲特》节目的另一个效果是使人们对这位世界首富有了更加深入的了解，例如，苏姗·巴菲特还被问到她父亲有那么多钱，为什么不更好地享受。“因为那不是他感兴趣的事情，”苏姗说，“你知道，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他想要有20栋住宅或6个游艇，或者是每隔一周飞到巴黎，他都能做到，但他不喜欢那样做。他爱坐在家里，在电脑上玩桥牌，与我的儿子闲逛，我父亲和我几乎每个周日都去看电影。你知道，这是他喜欢做的事情。他正在做他愿意做的事情。”

彼得·巴菲特也是这样认为的：“我父亲其实不是在赚钱，他是在做他喜欢做的事情，钱只是一种收获，是水到渠成的自然产物。这就彷佛一张大的记分卡，它告诉我父亲他正在做的工作有多么了不起。他赚钱不是为了要花掉，或者是使自己开心，更不是与朋友们比富。”

诚然，尽管巴菲特绝不是在过着乞丐般的生活，但他也肯定不是随意挥霍金钱的人，虽然他的同伴亿万富翁习惯那样。他的多数财产——大约99%（他在伯克希尔哈撒韦公司2007年致股东的信中写道），仍旧搀和在伯克希尔哈撒韦公司的股票中。2006年7月，他宣布他开始将伯克希尔哈撒韦公司大约85%的股票逐步捐献给5家慈善机构：美国比尔及梅琳达—盖茨基金会（Bill & Melinda Gates Foundation，巴菲特与盖茨夫妇是好朋友），由巴菲特的子女运营的三个基金会以及以巴菲特已故妻子命名的苏姗·巴菲特基金会[①]。巴菲特宣布将约5/6的股票——共计约370亿美元，专门拨给盖茨基金会。[参见《财富》杂志2006年6月25日卡罗尔·卢米斯（Carol J. Loomis）的文章《沃伦·巴菲特捐献财富》。]

你肯定不知道的巴菲特生活的另一面

尽管巴菲特是土生土长的美国人，以心地善良、品德高尚的形象而著称，但他的个人生活至少还有一点不符常规的地方，引起我们的注意。他的前妻苏姗在将三位子女抚养成人之后，于20世纪70年代末离开夫妻的共有住宅，移居旧金山。巴菲特仍旧与她保持婚姻关系及亲密的联系。据《纽约时报》2006年杰夫·贝利（Jeff Bailey）和埃里克·达什（Eric Dash）撰写的文

① 巴菲特已故妻子的名字与其女儿的名字相同，有时为了区别起见，称其女儿为“苏西”或“苏茜”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章《沃伦·巴菲特如何结婚的？结果证明：节俭》介绍，苏珊·巴菲特将她的丈夫介绍给一位朋友，那就是出生于拉托维亚的阿斯特丽德·门克斯（Astrid Menks），她与这位朋友曾在奥马哈酒店共事过。沃伦和阿斯特丽德，成为终生的伴侣，而阿斯特丽德和苏珊的关系仍旧非常融洽。据罗杰·洛温斯坦（Roger Lowenstein）于1995年撰写的《巴菲特：一个美国资本家的成长》一文介绍，朋友们甚至愿意收到签名为“沃伦、苏珊和阿斯特丽德”的卡片。2006年，他的前妻去世两年后，沃伦·巴菲特与阿斯特丽德·门克斯正式结为夫妇，举行了简单的婚礼。

耐心的投资者策略：（谨慎）买进，（长期）持有

与巴菲特本人一样具有吸引力、真正令人感兴趣的是他发财的经历，所以让我们现在开始切入正题。

首先，要清楚巴菲特是我们遵循的大师策略中唯一一位没有写过书或文章公布他的量化投资策略的。我们基于巴菲特策略的模型是依据巴菲特的前任儿媳玛丽·巴菲特著于1997年的《巴菲特之道》（*Buffettology*）一书。玛丽·巴菲特曾与巴菲特密切合作过，参与《巴菲特之道》写作的还有巴菲特家的挚友大卫·克拉克（David Clark）。

在我们探讨玛丽·巴菲特理解的巴菲特量化部分的观点之前，让我们研究一下巴菲特的投资准则。尽管他没有亲自写过书，但是巴菲特仍时常透露他的一些观点——撷取这些珍贵的思想火花的最好来源是他每年致伯克希尔哈撒韦公司股东的信——因此我们仍然能够获得最为可靠的消息。（这些年信可以从伯克希尔哈撒韦公司网站 www. berkshirehathaway. com/reports. html 上查阅。）

例如，在公司2007年致股东的信中，巴菲特重申伯克希尔哈撒韦公司正在寻求进行大的并购，并制定出被并购公司所必须符合的6条原则。巴菲特称，伯克希尔公司在美国和国际上寻求那些能满足其并购6条原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则的目标企业。

1. 大宗交易（并购公司的税前收益不得低于7 500万美元，除非它能很好地融入伯克希尔公司旗下某一企业）；
2. 持续盈利能力（巴菲特对未来项目不感兴趣，盈利状况突然扭转也不可取）；
3. 业务收益状况良好，股票投资回报满意，同时目标公司应没有（或很少）负债；
4. 现成的管理团队（伯克希尔公司无法提供）；
5. 业务简单（我们对高深技术企业不感兴趣）；
6. 给出价格（我们不想陷在一个价格未知的交易中，把双方的时间浪费在谈判，即便是初期洽谈上）。

这就是经典的巴菲特，他喜欢投资于（或干脆买进）那些经营简单产品或服务，拥有稳健、可靠、保守财务的公司，他的做法很谨慎，是不想视投资为儿戏。对他说明价格，他会分析公司，然后看看是否合适。如果合适，他会把握机会，如果不合适，他会放弃。

巴菲特寻求合适公司的另外两条关键性（及相关）原则是“坚固持久的护城河”和“经久不衰的竞争优势”，巴菲特还在他2007年致股东的信中谈到过这两条原则。

巴菲特说的“有条坚固持久的护城河”，意思是公司必须有其他竞争者愿意花费多少财力和物力都不可攻克的某些特质。巴菲特在2007年致股东的信中说，“资本动力学决定了竞争对手会不断进攻那些高回报的商业‘城堡’”，“因此，坚固的防御，例如成为低成本制造商（政府雇员保险公司，好市多超市）或持有一个强大的世界性品牌（可口可乐、吉列、美国运通），对于持久的成功来说，至关重要。商业的历史充满了‘罗马蜡烛’，那些自我保护措施不力的公司会很快在竞争中败下阵来。”

可口可乐是一个明证。巴菲特长期持有可口可乐公司的股票，可口可乐公司的樱桃可乐是他长期的最爱。可口可乐公司是世界知名公司之一，也许是最知名的公司了。那不仅仅是其拥有畅销全球的纯粹的可乐产品系列，可口可乐作为如此广受赞誉的品牌，已经点点滴滴渗透进我们的文化当中，这一点已经成为事实。实际上，我们提到的可口可乐有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时仅指暗色的可口可乐，即使另一个品牌商制造了这种饮料，我们也无法接受。因为可口可乐有着相当高的品牌知名度，很难想象换个公司能够接管可口可乐的市场领导权——不管它愿意出多少钱用于广告或产品，它都不可能越过可口可乐多年来构筑起来的高知名度的“护城河”。

尽管可口可乐的品牌认可和知名度为它构筑了一道护城河，但这只是公司可能超过其竞争对手的持续性竞争优势之一，另一种竞争优势是它所提供的产品或服务的质量。在 2007 年致股东的信中巴菲特说，例如培养飞行员的安飞公司（FlightSafety）。巴菲特说，安飞是同领域中公认的最好的公司——人们如果寻找学习飞行的地方，都想到最好的培训机构去学习。“不选择最好的飞行培训公司，就像做手术选价钱最低的医生一样。”因此其他的竞争者不可能取代安飞的地位，因为他们无法与安飞公司的声誉相比。

对这个概念的理解，玛丽·巴菲特在《巴菲特之道》一书中表示，巴菲特所寻求的“消费性垄断”公司，实质上就是那些拥有不可取代地位的公司，这种地位赋予公司在市场上的威力与影响力。我们还发现“垄断”一词会让人想象到巴菲特对公司提出的更为严格的要求，尤其是它们要有压倒性的市场份额，而巴菲特平时使用的标准也没有这样高。巴菲特的很多投资，包括最近的投资，甚至都没有接近这个标准。实际上，所有的公司在市场上都有竞争对手，如 DQ、肖氏工业公司甚至是美国运通。在我们看来，巴菲特特别注重大多数人称为品牌形象的东西，他寻求知名度高、广受赞誉的品牌，而且通常可能是具有区域性的消费品牌，如喜诗糖果（See's Candy）或 DQ。巴菲特有时确实也寻求出售商品的公司，如政府雇员保险公司和肖氏工业公司，但是他只在认为它们具有同行业最低的生产费用时才会寻找这类公司。还应记住，银行业也属于商品推销行业。

玛丽以这种方式来描述沃伦·巴菲特如何决定公司是否取得了消费性垄断，“沃伦曾开发了概念性的测试来确定公司是否具有消费性垄断地位”。在形成消费性垄断的测试中，他喜欢问这个问题：“如果他能弄到 10 亿美元（他确实弄到了），还选择了全国最优秀的 50 名经理（他也做到了），创办一个公司，那么这个公司能成功地与目标公司竞争吗？如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个问题的答案是响亮的‘不’，那么目标公司就受到某种强大的消费性垄断（玛丽强调的重点）的保护。”

准确说来，虽然巴菲特不在乎赚钱，但他在意竞争对手可能会有多大的杀伤力。玛丽以可口可乐公司、《华尔街日报》、箭牌糖果有限公司和好时（Hershey）巧克力棒为例，说明这些与竞争绝缘的产品和公司，即使对手们都抱着在没有赚钱的情况下也要奋力一搏的态度要与它们搏斗，它们也赫然不动。（巧合的是，在玛丽引用这些公司 10 多年之后，伯克希尔哈撒韦公司于 2008 年买进了箭牌糖果。）

在《巴菲特之道》中，玛丽特别列举了经常受到巴菲特关注的几个行业的公司目录：

- 制造很快会被穿破或用光的产品的公司，或者制造商务人士必须携带或做生意必须使用的产品的公司，这些公司往往在市场上存活时间长。佳洁士牙膏、吉列剃须刀、多力多滋玉米片（Doritos）都是典型例子。超市、便利店和药店都会有这类产品，这些产品的制造商都具有很好的投资前景。
- 通信业公司。通信业提供重复性的服务，制造商必须借助它们来说服公众购买它们的产品。玛丽表示，如果仅有三个电视网，每个都能赚很多钱，这就促使巴菲特投资于大都会公司（Capital Cities），然后进而投资美国国家广播公司（ABC）。实力雄厚的当地报纸也属于这种类型——伯克希尔哈撒韦公司拥有《布法罗晚报》（*Buffalo Evening News*）。
- 提供重复性客户服务的公司。人们和企业对这些服务有不断的需求，例如信用卡公司或会费收缴服务。
- 这样的公司：一段时间以来，公司的主打产品没有太大变化，在可预见的未来也不会有很大的变化。因为这是能够保证未来盈利的极为主要的部分。汽车保险业变化不是很大，糖果业也没有多大变化，汉堡包、可乐、地毯工业等都没有什么变化。巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司 2007 年致股东的信中提到：“如果护城河需要不断重建，则最终根本不可能成为‘护城河’。”
- 不必在资本支出方面，如设施升级或者研发方面花费很多资金的公司。因为那些是削减利润的大开支。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强有力的管理也能为公司构筑“护城河”，但并非那种依赖于某一位明星级经理的管理。“如果一个公司要依靠一位超级明星来创造辉煌业绩，那么它就不应被认为是个卓越的公司。”巴菲特在2007年伯克希尔哈撒韦公司致股东的信中写道：“一个由当地著名脑外科医生领导的合伙制药企业可能会享有可观的、不断增长的利润，但这对于未来没有什么意义，这家合伙企业的护城河将会随着名医的离去而消失。然而，你却可以肯定梅奥诊所（Mayo Clinic）的成功将会一直持续下去，虽然你根本不知道它的CEO叫什么名字。”

借助数据

当然，迄今为止我们所考察的原则中很多只是宽泛的概念，例如坚固持久的护城河、经久不衰的竞争优势、强有力的管理等，并非量化测试，但是那并不意味着这些概念不包括在基于巴菲特策略的模型之内。在《巴菲特之道》中，玛丽·巴菲特设计出了许多巴菲特用来考察公司的量化测试，这些测试可衡量一个公司是否具有我们上文提到的那些特点。

例如，虽然没有单一、明确的方式来衡量公司是否有经久不衰的竞争优势，但确实拥有这些优势的公司往往有某种基本素质，如高额股本回报率。玛丽认为，沃伦·巴菲特在寻找股本回报率持续地高于平均值的公司。《巴菲特之道》书中阐述，股本回报率为12%的基本属于中等水平，在最近10年中每一年的股本回报率为15%以上的公司属于巴菲特寻找的类型。

又如，玛丽认为，巴菲特评价公司管理是否强有力的另一种途径是观察保留盈余的使用。看一只股票在最近10年每股盈余增长了多少，然后除以在那段时间它所保留的盈余总数（每股），你便可知道管理层正在使用公司的保留盈余为股东所创造的回报率。如果回报率为12%或以上，沃伦认为那就是管理得力的标志。

巴菲特还运用另一种量化方法——自由现金流，来了解公司是否有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量的资本支出。在设施升级和研发方面开支过大的公司往往会使用大量现金，巴菲特不看好那一点。玛丽认为，如果公司的现金流为负数，巴菲特会回避这种公司。

在要弄明白公司是否稳健，是否属于他喜欢投资的财务保守型公司时，巴菲特往往也借助于数据（记住，巴菲特的导师是极端保守的本·格雷厄姆）。他希望看到公司过去10年的每股盈余在持续地提高，他希望公司的负债不超过其年盈余的5倍。这些原则简化了对未来盈余预期的程序。对公司未来有尽可能准确的了解，对于怀有保守心理的巴菲特来说是十分重要的。

玛丽认为，巴菲特运用股本回报率、保留盈余、自由现金流等方法来确定公司是否强大、值得投资。然后他运用更多的数据来确定这个方程式的另一方面——公司当前的股价是否便宜。巴菲特对公司的内在价值很感兴趣，并且他只在公司的股价合理时才会买进。玛丽对这个概念做如下评述："对于沃伦来说，投资的内在价值是投资将产生的年均复合回报率。"巴菲特正在观察什么样的财务类型被称做未来价值——如果这样，公司在未来的特定时间里价值多少，例如，10年或10年以上。

假如一只股票现在以21美元的价格卖出，你预测10年后其卖价将会是65美元。这种操作是好，还是坏，还是一般化的呢？使用财务计算器，你就能快速算出这只股票的年均复合回报率。计算结果为11.96%，这就意味着预计在10年的期限里，按照复利，股票每年将会为我们盈利11.96%（平均值）。然后巴菲特通过观察这一点，决定这种回报率是否值得投资。

巴菲特如何知道这只股票的未来价值呢？这个问题有些深奥。"沃伦关注未来盈余的可预测性，"玛丽认为，"他相信未来盈余是缺乏可预测性的，对未来价值的任何计算都只是推测，而推测容易引发愚蠢的念头。"巴菲特只对未来盈余高度确定的公司进行长期投资。这种未来盈余的确定性能将风险因素从方程式中驱除出去，为确定公司的未来价值留下了余地。"沃伦对展望未来和观察公司可能的走势及公司到达预计目标时的价值感兴趣，然后他会观察股票现在的出售价格。如果发现经过一段时间它的售价将为他带来丰厚的回报，他就会买进。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要预测一只股票的未来走势，巴菲特往往运用两种不同的方法来估计公司的盈余和股票的回报率自现在起10年后会是什么样子。一种方法是运用公司的股本回报率的历史数据，而另一种是运用每股盈余数据（在稍后的“步步剖析”专栏我们将研究如何更具体地运用这些方法）。预测公司10年后的盈余如何的观点似乎与巴菲特的从不推测股市未来的态度相背离，但是当运用这些方法来预测公司未来10年的盈余情况时，正如玛丽·巴菲特在其书中指出的，“在多数情况下，这会是神经错乱的行为，但是，正如沃伦已经发现的那样，如果公司有充足的盈余能力，并且为股东的股本权益创下高额回报率，同时上述两项优势是由消费性垄断造成的，那么，也很可能做出精确的长期盈余预测。”

一点提示：巴菲特对科技不感兴趣，他自称不懂科技，因为受意外发现和产品更新换代迅猛的影响，科技公司的未来盈余往往极其不可预测，所以他不想计算科技股的长期未来价值。

巴菲特喜欢观察的最后一个变量是股票的回购，或者是重新买进。如果一个公司鉴于它的股价低廉，并认为那是不错的投资项目，就会公开上市交易，买回它自家股票的份额。这样做，减少了股市流通的股票数目。在供需规律之下，如果需求保持不变，而供应减少，价格就会上升，这也是公司在回购自家股票时所希望看到的，这些项目通常会向公众宣布。

巴菲特的策略：步步剖析

业绩记录：巴菲特数十年来经营的持股公司——伯克希尔哈撒韦公司，在32年的时间里年均回报率为24%。

风险：比较低。巴菲特瞄准那些正以低于其公司内在价值的折扣价进行交易的股票，它们通常是有悠久的成功历史，同时注重规避风险的大型公司。

投资期：永久。是的，巴菲特认为你应当将大量时间花费在识别适合于投资的公司，等到它们的价格合理时再买进并持有，并且是一直持有。他的投资有些长达几十年。

努力程度：“精挑细选”是对巴菲特确认他将要投资的公司的过程的最好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

描述。他需要对他所观察的每家公司进行彻底全面的分析，因此，运用巴菲特的策略需要付出极大的努力，不过接下来——在你买进，正在持有的时间（通常多年）则几乎不费功夫。

在进行巴菲特式的投资决策时还有两大阶段。第一阶段是要决定某个公司是否属于巴菲特类型的公司，即它是否属于巴菲特的“信心王国”范畴——其高回报率可以相当精准地预测的公司。第二阶段是确定该公司现在的股价比起你的其他选择，是否留有同样高的回报率空间。

提示：巴菲特不属于分散投资的类型（拥有多个行业的股票），他的投资集中于几只股票。这种策略通常会被视为高风险，而他不属于这种情况。因为他在买进之前对投资对象进行了彻底的分析，等到股价降低时，寻找具有优越市场地位的公司，并且长时间持有，所有这些都有助于降低风险。

第一阶段：“这是巴菲特型的公司吗?”

尽管巴菲特已经创造出历史上令人侧目的高额回报，他关注的公司类型却很简单，也不具有多少诱惑力。对他来说，稳健和简单在任何时候都胜过兴奋与激动。尽管巴菲特往往不投资于科技股，但我们认为某些大型科技产品，如个人电脑，在科技进步的今天至少是相当容易理解的。

盈余的可预测性 现在，让我们从盈余部分开始研究巴菲特观点的量化部分。巴菲特喜欢投资于稳健、可预测的成长型公司。为了确定盈余是否可预测，我们的模型观察在过去 10 年中每年的每股盈余（每股收益）是否为负数，如果为负数，它便不符合巴菲特的可预测性标准。但要注意有一种情况例外，这种可能的例外情况是盈余在最近的财政年度是否为负数。如果盈余可预测，但在最近的财政年度里盈余亏损或急剧滑坡，这种滑坡在巴菲特看来是“临时性的”，可能将它视做投资机会。盈余滑坡等利空消息可能会临时性地大幅度降低公司的价格，使其一直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回落到“袭击地带”，此地带大大有利于投资或并购。但是“临时性的”特质的确需要你能坚定自己的反向思维活动，因为此时有关该公司的宣传很可能抱有悲观消极的态度。而利空消息也可能是有关行业衰退或行业知名度的急剧滑坡，因此该行业的所有股票时常都远离它们的顶点，在这种情况下对于特定公司的永久性缺陷的担心便大大减少。

负债水平 巴菲特喜欢财务保守型的公司，然而，他也投资于有很大财务机构和相当高的负债水平的公司。他似乎将那些偏重于财务的公司，如美国运通、所罗门投资公司、富国银行以及政府雇员保险公司从该标准中排除出去。

其他大师在确定何种负债水平为保守时运用的是债务股本比，而巴菲特与他们不同。如果公司不属于财务、银行或保险业（这些行业都因为其业务性质，要求公司承担高水平负债），巴菲特会观察公司能否在5年内或更短的时间（最好为两年），用净收入付清长期负债。

如果你观察玛丽提供的传统的长期负债—股本的案例，巴菲特投资的非金融公司的最高负债水平约为46%。

股本回报率 巴菲特看好10年平均股本回报率至少为15%或者以上的公司。最理想的是，股本回报率每年都在15%以上，或超出平均值（最近30年来美国公司的股本回报率平均约为12%）。

如果10年期的股本回报率平均值大于或等于15%，巴菲特会认为这种数据能够达到要求。高的股本回报率预示着管理相当成功，包括保留盈余的分配，给股东创造稳定、平均值以上的回报等方面。

如果10年间的股本回报率平均值低于15%是不可接受的，预示着那家公司在保留盈余的分配方面管理不得力。这项测试也是巴菲特方法的基石。

总资产平均回报率 一些公司能够借助于负债进行金融活动，而这些负债的数目是他们股本的许多倍，因此这些公司能够持续地表现出较高的股本回报率，然而它们仍处于没有吸引力的价格竞争型行业。为了避免投资这样的公司，就非金融类而言，巴菲特会寻找持续的全部资本高回报的公司。因而我们的模型要求公司10年来的总资产平均回报率——即公司的净盈余除以公司的总资本，包括股本和债务——至少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为12%。

资本支出 巴菲特看好不需要大额资本开支的公司，即公司不必在设备仪器的大规模升级或为保持竞争力的研发方面投入过多的资本，因此他寻求自由现金流为正数的公司。

保留盈余的使用 与衡量股本回报率一样，巴菲特评估管理层绩效的另一种办法是观察保留盈余的使用。玛丽·巴菲特认为，这样做的一种办法是记下"在一定期限内公司保留的每股盈余，然后将其与同时期发生的每股盈余的增长部分做比较"。我们在这里只想看看管理层对保留盈余的使用是否合理——即是否能帮助增加股票持有人的财富。

要将回报率计算出来，巴菲特需要观察在一定期限内保留盈余的总数，将它与同期的每股收益做比较。具体说来，这种变量需考察从10年前到现在的盈余盈利，即算出去年的财政盈余和10年前的财政年度盈余两者之差，然后用这个数字除以同时期保留盈余的总数，这就得出了回报率。

如果保留盈余的使用创造了15%或15%以上的回报，对巴菲特而言，这绝对是可以接受的。关键是，管理层相当成功地将保留盈余投入了运转方面，但保留盈余的回报在12%～15%之间，这也表示管理层能够用保留盈余为股东赢得不错的利润。巴菲特认为保留盈余的使用获得的回报小于12%是不可接受的，因为这说明管理层不能从盈利的角度来支配保留盈余。实质上，如果公司将所有的盈余支付给股东并让他们独立投资这些盈余，投资者会更加满意。

对巴菲特第一阶段的分析到此结束。如果对以上所有的标准都得到了正面的答复，那么就证实所考察的公司属于"巴菲特型的公司"。只有在这个时候才能向前进行第二步——股价分析。股价分析将确定这些股票的价格是否有吸引力，值得买进。

第二阶段："这个公司的价格有吸引力吗?"

一旦你已确定某个公司属于巴菲特型，你需要根据市场价格决定是否投资于这家公司，因为你的最初价格最大限度地决定了你长期持有该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司股票可能取得的回报。可替代性的投资选择（其中之一是国库券）总是存在，巴菲特的目的是决定公司的当前价格比国库券更有吸引力。

第二阶段的分析为四大部分。首先，你需要计算“最初回报率”以确定最初的回报是否至少与长期国库券的盈利幅度相当，然后再考虑未来的增值。第二，你必须运用巴菲特的**股本回报率法**算出你的年度回报预期值。第三，运用被巴菲特称为**每股收益增长的战术**算出年度回报预期值。第四点也是最后一步，求出上述两种回报的平均值，进而得出最终回报，并观察平均值是否高，能否激起巴菲特的兴趣。

最初回报率 要计算最初回报率，可以用每股收益除以现时股价，它也被称为盈余收益。

要记住我们现在论述的“最初回报率”是根据公司的盈余获得的利润多少来评估的，而非其股息或股价增值。这一命题也显示了你通常所取得的股票回报应相当于其盈余收益。

下一步，比较最初回报率与长期国库券的收益。

确定了最初回报率之后，将它与长期（10年期）的国库券收益做比较。巴菲特喜欢最初回报率与长期国库券利润相当或更加优厚的公司。在本书写作时，国库券收益低至3.87%。但是，巴菲特有时投资于最初回报率低的公司，而不投资长期国库券，前提是公司的收益预期迅速提升。

如果最初回报率大于或等于长期国库券收益，这样的公司肯定必选无疑。那是因为该公司的盈余收益正开始等于或高于国库券的回报，而且一段时间后这种盈余应当还会增加（盈余应当在未来几年里增长，而你购买的每股价格将维持原样，这就会引起盈余收益的增长）。另一方面，国库券的回报不会增长——它保持稳定。如果最初回报率小于长期国库券收益，巴菲特情愿回避这种股票。

股本回报率法 我们现在要阐述的是如何运用巴菲特的股本回报率方法算出预期回报率，得出这个数据需要完成几个步骤：

步骤1：算出股息支付后的股本回报率平均百分比。

记下公司最近资产负债表里的全部股本，除以已发行的股票，就会得出每股股本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，我们必须查看最近10年的股本回报率，包括当年股本回报率预期（如果可以取得）。我们将10个股本回报率数据相加，再除以10，这样就得出10年的股本回报率的平均值。

再下一步是算出股息平均支付率，这也是简单平均数。算出最近10年（包括当年的支付率预期，如果可以取得）中每年的股息支付率（公司作为股息支付的盈余百分比），算出它们的平均值，你就可以算出股息平均支付率。

这样，我们能够算出支付股息后的股本回报率平均值，要求出这个数值，必须用你刚才得出的数据完成下列运算。

股息支付后的平均股本回报率 = 平均股本回报率 × （1 - 平均股息支付率）

你刚刚算出的数值在减去公司预计支付的股息后，就得出公司股本增长率的预期值。

步骤2：预测10年后的股票。

这一部分的内容有些深奥，我们需要做资金的时间价值运算，所以请将你的计算器准备好。我们的PV，即现时价值，是我们已经计算出来的每股股本。我们的投资期，以n表示，为10年。我们将求得FV，即未来价值，也就是我们将算出从现在起10年后对公司每股股本的预期值。

要求得未来价值，巴菲特的方法是运用我们在上一步骤中刚刚求得的股息支付后的平均股本回报率，也就是资金的时间价值等式中的“i”。

PV = 当前每股股本

n = 10（表示10年）

i = 股息支付后股本回报率的平均值（依据上文）

输入那些数值之后，按商务计算器上的CPT - FV键，即可算出FV（未来每股股本）。

步骤3：将未来股本转换为未来每股收益。

记下未来每股股本，将它与我们在步骤1中算出的10年股本回报率历史平均数相乘，你就能算出从现在起10年后的未来每股收益预期。

未来每股收益（10年后）= 未来每股股本（10年后）× 股本回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均值（10 年后）

步骤 4：计算未来的股价。

我们将要更加仔细地计算未来的股价。既然我们有了未来的每股收益值，我们就能算出未来股价的预期值。要记住，股价相当于它的每股收益乘以其市盈率。既然我们算出了未来股票的每股收益（从步骤 3 中得出），现在我们需要求取的是它的预计市盈率。要算出市盈率，需要查看最近 10 年中每年的市盈率，算出这些市盈率数据的平均值。（这一命题是从现在起 10 年内的股票市盈率应当与 10 年来的历史市盈率相吻合。）

记下从步骤 3 中算出的未来每股收益预期值，乘以最近 10 年市盈率的平均值。（提示：为保守起见，我们实际上运用的是现时市盈率的较低值或是最近 10 年市盈率的平均值），即可算出预计的未来股价。

未来股价（10 年后）= 每股收益（10 年后）× 历史市盈率（或现时市盈率，取两者中较低者）

步骤 5：计算未来的股息，并与未来的股价相加即可得出未来含有股息的股价。

正如你的理解，价格增值只是投资者从股票中盈利的一部分，还有一部分是股息支付。既然我们已经算出未来股价，我们必须再计算一次以求得全部股息资金，这样我们便能将这个股息资金与股价相加，得到你预计 10 年后的股票收益。

首先，记下公司当年的每股收益预期值，乘以历史上的每股收益增长平均值，算出未来 10 年中每年的每股收益预期值。然后用每年的每股收益预期值乘以我们在步骤 1 中得出的平均股息支付率，这样你就算出了你每年可以获得的股息数目。将所有年度的股息相加，再将 10 年的股息预期与从步骤 4 中得出的未来股价相加，你便知道了包含股息在内的未来股价。

未来股价（含股息）= 未来股价 + 全部股息支出（10 年）

步骤 6：依据股本回报率平均值，算出你预期的回报率。

我们可以转而考察本方法的最后部分，即求出预期的回报。要算出预期回报，用你的商务计算器来计算资金的时间价值，这是极其简单的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事情。在你的计算器上输入下列数值，就能算出 i，即预期的回报。

PV = 现时股票价格

FV = 未来股票价格 + 全部股息资金

n = 10（表示 10 年）

按下你的商务计算器的 CPT I 键得出 i。

- 如果运用股本回报率方法得出的预期回报大于或等于 22%，你会有意想不到的好收获。巴菲特认为这绝对是幻想。
- 如果回报小于 22%，但大于或等于 15%，巴菲特认为这是不错的回报。
- 如果回报小于 15%，但大于或等于 12%，这种回报略低于巴菲特的理想。例如，他于 1996 年投资于麦当劳，当时回报预期为 12.6%。
- 低于 12% 的回报是不可接受的。

每股收益增长方法 现在我们进入第二阶段分析的第三大部分。我们运用另一种策略算出预期回报率，巴菲特称为每股收益增长方法。我们需要采取两个步骤来求得这个每股收益数据。

步骤 1：依据每股收益增长平均值，计算预期的未来股价（含股息）。

首先，我们必须运用每股收益增长率，而不是上文运用的股本增长率，算出我们未来的股票价格。如果你记下历史上的每股收益增长率平均值，那么你也可以预测 10 年后的每股收益。一般步骤是，记下“1 + 每股收益增长值”，然后用这个数值的 10 次方乘以当前年度的（Y0）每股收益预期值，你得到的数字便是 10 年后的每股收益值。

10 年后的每股收益 = $(1+\text{每股收益增长率})^{10}\times$当前年度每股收益

再用 10 年后的每股收益乘以更为保守的 10 年里的市盈率平均值（前面计算过），或者是当前的市盈率，这就得出了未来的股价。

未来股价（10 年以后）= 10 年后的每股收益 × 10 年市盈率的平均数（或当前市盈率，取较低者）

把全部预期股息资金包括在内。首先，记下未来 10 年中每年的每股收益预期值（我们在股本回报率方法步骤 5 中运用历史上的平均每股收益增长率计算过），乘以每年的股息支付百分比平均值（股本回报率方法步骤 1），从当前年份之后的年度的每股收益开始计算，你就能够算出每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的股息支出总额。将这 10 个数据相加便可得到股息总数，再将股息总数与我们刚才计算的未来股价相加。现在你就能算出你 10 年后的预期股价，包括股息。

未来股价（含股息）＝未来股价＋全部股息支出（10 年）

步骤 2：基于每股收益平均值增长方法，计算你的预期回报率。

现在，你可以依据现时股价和 10 年后的预期股价，包括股息资金，算出你的预期回报。你仍将需要财务计算器。

将下列数值输入你的计算器中，运用每股收益增长方法，求出 i，那便是你预期的回报。

PV＝现时股价

FV＝未来股价加股息资金（在步骤 1 中计算）

n＝ 10（表示 10 年）

求得 i。

- 预期的回报大于或等于 22% 是罕见的好回报。
- 低于 22% 但大于或等于 15% 的回报是一般的好回报。
- 低于 15% 而大于等于 12% 的回报是可接受的，巴菲特喜欢看到 15% 或以上的回报，但是认为这是比较丰厚稳健的回报。
- 低于 12%，巴菲特认为太低，不会产生股息。

预测未来回报的平均值 现在我们已经进入第四部分也是最后一个部分，我们将两个回报率进行平均。这将为你算出最终的预期回报率，它决定你是否应当投资于这只股票。

最终回报平均值＝（**股本回报率方法**的预期回报＋**每股收益方法**预期回报）÷2

- 22% 或者以上是罕见的好回报。
- 小于 22%，但大于或等于 15% 是不错的回报。
- 小于 15% 但大于 12% 的回报，还可以接受。如上所述，巴菲特看好大于或等于 15% 的回报，然而巴菲特所投资的公司的预期回报多为这个区间。
- 12% 以下的回报对巴菲特来说是不可接受的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于巴菲特策略的模型之业绩表现

我们于8个月原始模式开始之后的数个月，即2003年12月初跟踪考察基于巴菲特策略模型的业绩。自那时起，我们的10只股票投资组合业绩相当出色，盈利21.2%，而同期标普500盈利为14.5%。但是20只股票投资组合业绩不是很理想，盈利7.9%，落后于标普500大约7个百分点。在我们跟踪的所有10只股票和20只股票投资组合中（这些投资组合都是基于本书中大师策略的模型），那是自成立后唯一一组没有战胜市场的。但是请记住，我们跟踪这种投资组合尚不足5年，对于像巴菲特这样的长期投资者，时间有点短。

我们跟踪的基于巴菲特策略模型的投资组合往往选择多种股票，但是似乎获利最大的两大板块为金融股和零售业股。与我们基于其他大师策略的投资组合中的很多相比，巴菲特投资组合的持股时间往往比较长，有时持有一只股票2~3年才抛出。

我们时常遇到的一个问题是巴菲特正在买进（或拥有）的股票怎样用我们基于巴菲特策略的模型来衡量，结果是错综复杂的。截止到2008年5月，在伯克希尔哈撒韦公司拥有的6 400多万份股票中，美国强生公司获得了巴菲特方法的认可。但在伯克希尔哈撒韦公司最近的投资中，美国伯灵顿北方圣太菲铁路运输公司的得分很低，没有通过我们规定的股本回报、资本总计回报、保留盈余和回报预期测试。

这种偏差有多种原因。首先，我们的模型衡量的是公司现在的基本面情况，而不是巴菲特买进公司或其股票时的情况。第二，巴菲特，凭其经验和资历，在投资于一家他认为能够克服基本面缺陷的公司时，可能考虑到了其他非基本面方面的因素。第三，投资者在一段时间后可能想改变他们的投资风格。《巴菲特之道》出版已经有11年时间，而巴菲特自那以后投资风格可能有所转变。也许已经发生了变化，但他没有公开说明发生了如何的变化。我们现在对于坚持我们的“巴菲特之道”感到比较满意，因为那毕竟是经受住了长时间的考验，已经得到证实的胜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利宝典。我们运用这种模式不是为了预测巴菲特的未来动向，而是为了利用他所采用的策略来研究他过去的投资，其中有很多盈利效果相当明显。

尽管我们相信基于巴菲特策略的模型精确地反映了玛丽·巴菲特在《巴菲特之道》一书中阐述的选股过程，但不可忽略的一点是巴菲特管理他的投资组合的方式完全不同于我们管理投资的方式。我们在本书所讨论的所有模型组合，每隔28天就再平衡一次，因为我们已经发现，总体上，我们的量化策略在恢复平衡的时间范畴内产生了最好的结果，但唯独巴菲特的策略不适用我们计划好的再次平衡，他是一位真正的长期持有的投资者。

要注意的另一点差异：巴菲特可能认为科技公司的未来盈余从长期来看不可预测，因为它们持续地拆卸部件并淘汰自己的产品，但我们的模型乐意选择科技股。我们这样做有两方面原因：

1. *很多公司现在表现出了稳定的盈余增长的长期业绩记录。*
2. *他们更新产品的性质需要与其老产品保持协调，以确保未来客户的稳定供应。*

尽管巴菲特可能感到他不懂得这些公司制造的产品，但我们认为今天计算机的广泛运用正在将它们改造成常见的日用设备。知识的缺乏与技术的复杂都不再是忽略市场上这个非常重要的板块的理由了（模型业绩表现请参见表4—1）。

表4—1　　模型投资组合风险和回报统计

	10只股票	20只股票	标普500
年收益率	4.3%	1.7%	3%
总收益	21.2%	7.9%	14.5%
最佳整年	2004年37.3%	2004年27.5%	2006年13.6%
最差整年	2007年-12.2%	2005年-7.7%	2005年3%
贝塔值	1.11	1.08	1.0
精确率	55.4%	52.8%	N/A

注：收益统计自2003年12月5日至2008年7月15日，欲寻更多的披露和解释，请见附录A。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的主要投资准则

◇ 寻找有市场份额绝对优势的公司。

◆ 把投资看做你在买进整个公司，而不仅仅是购买股票。

◇ 确保公司有长期的每股盈余增长历史。

◆ 确保公司财务上保守，通过比较债务与盈余，确保它有自由现金流。

◇ 评估管理层要通过观察股本回报率，使用保留盈余和总资产平均回报率指标。

◆ 将股票最初回报率与长期国库券收益做比较。

◇ 研究未来。预测股票未来价值，运用股本回报率方法和每股收益增长方法，然后决定现在是不是最好的买进机会。

◆ 了解行业。

◇ 预先做好准备工作。对你抱有信心的公司以及你自己的资金进行研究并详细分析。

◆ 不要冒失地买进好公司的股票。要确保在它的股价足够低的时候买进，这样可能会给你带来更高的回报。

◇ 在你买进后，就将股票抛诸脑后。长期持有，除非你所做的投资选择真的很糟糕，或是有完全意想不到的事情发生，否则在任何情况下都持有股票，把它当成一只你可以传给子孙后代的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

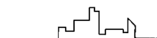
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分 成长型股票的传奇

研究表明，长期的价值型股票获得的回报会比成长型股票高。不过，这绝不表示持有成长型股票是一件坏事。事实上，一些创下了最好纪录的投资策略，都关注成长型股票或者非常慎重地把成长型股票作为投资的一部分。声名远播的共同基金经理彼得·林奇，著名的基金经理和作家肯尼斯·费雪以及通信业的巨头亿万富翁马丁·茨威格，在确保没有超出自己购买力的时候，都会瞄准一些具有高回报的成长型股票。他们挑选的股票的高回报出人意料，令人印象深刻，同时他们还是创新者。每个人都发展出一个开创性的新比率——林奇的价格/收益/成长性比率，费雪的价格/销售比率以及茨威格的看跌/看涨（puts－calls）比率。这些都将成为投资学说中永恒的一部分，但真正吸引我们的是他们的业绩记录。通过将成长指标和价值指标相融合，这些大师们的方法充分利用了这两种投资策略的优点，这使得他们创造了投资史上最出色的业绩效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第5章　彼得·林奇——华尔街的明星[①]

巨人所达到和保持的高度并不是一蹴而就的，而是在同伴们睡觉时披星戴月，辛苦劳作的结果。

——亨利·沃兹渥斯·朗费罗，《圣·奥古斯丁思想的阶梯》

当说到搏击股市时我们都重视数据，同样，当说到巨人彼得·林奇时，你不需要了解太多，只要看到以下三对数据，就会明白为什么他被称为历史上最伟大的投资者：

- **15.8%和29.2%**　1977—1990年期间，林奇掌管富达投资公司的麦哲伦基金。在标准普尔500指数每年平均股本回报率为15.8%的时候，麦哲伦基金每年的平均股本回报率为29.2%，在这10多年的时间几乎是

① 原文“GARP”一语双关，既代表林奇所创的投资理念“以合理的增长价格选股”(Growth At a Reasonable Price)，又是全球风险管理人协会（GARP）的简称。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准普尔的 2 倍。

- **20 和 14** 第一个数字，20，以百万美元为单位，是在林奇接管麦哲伦基金时该公司的货币总量；第二个数字，14，以十亿为单位，是林奇离开时该公司的货币总量——这是一个 700 倍的增长。

- **10 000 和 280 000** 如果你在林奇开始管理基金的那一天，买进了10 000美元他的基金，那么在 13 年后他退休的这一天，你将拥有280 000 美元——这些钱足够你退休后过上很好的生活。

这些数字令人震撼。事实上，这些数据形成了一个空前的投资纪录，也是他被称为投资巨人的一个重要因素。即使在他退休近 20 年后的今天，林奇仍然是最出名并经常被人提起的投资家。

毋庸置疑，这些让人难以置信的纪录使他非常具有吸引力，但是他在投资界受到如此推崇还有一些其他的原因。尽管他曾是最伟大、最富有、最专业的投资者，但是他的投资理念是每个人都能理解和使用的，这是他如此受欢迎的另一个重要原因。他的投资理念是基于常识的，他说的话也是基于事实的、负责任的，同时他的话里还充满了他标志性的敏锐。

林奇对于华尔街智慧贡献的一个真知灼见

> “要投资那些任何白痴都能运营的业务——因为迟早任何白痴都有可能去经营一个这样的公司。”

林奇 1989 年出版的畅销书《彼得·林奇的成功投资》（*One Up on Wall Street*）中详细记载了他基于常识的投资方式——没有幻想，没有深奥的理论，没有高层次的数学，没有技术术语，只有简单和极具洞察力的投资建议。虽然这本书在投资界是大家公认的一本好书，但实际上这本书的目标受众是普通人——既不富裕也没有得到过良好的经济知识培训的普通人；既没有权利使用一些先进的信息也不会使用专业投资者的专业技术的普通人。林奇认为这本书普通人用起来比专业投资者用起来有很多明显的优势。下面我们将在这一章中讨论这些优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彼得·林奇是谁?

林奇的投资之旅最初是很艰辛的。1944 年 1 月 19 日，他在马萨诸塞州的牛顿市出生了。他的父亲曾经是个数学教授，后来成为约翰·汉考克保险公司的一名高级财务审计师。

在他 10 岁时，父亲死于癌症。为了挣钱，林奇开始在波士顿地区的私人高尔夫俱乐部当球童。对股市来说，1950 年是一个好时机，许多俱乐部的成员，包括乔治·沙利文（D. George Sullivan）——富达投资公司的主席都在投资股票。林奇对此知之甚少，只是在俱乐部赚点小钱，但他的球童生涯使他有机会接触沙利文——一个将影响他，使他成就惊人事业的人。

走在绿地和球道之间的时候，小林奇听到有关股票的讨论，并对此产生好奇。长大后，他对股票的兴趣通过他的求学生涯反映了出来。他毕业于波士顿大学，获得金融学学士学位，后来，他又从美国宾夕法尼亚大学著名的沃顿商学院获得了工商管理硕士学位。

在波士顿学院读大学四年级时，林奇还在俱乐部当球童，就开始买股票支付股息。因为沙利文——这个“倒霉的球员、伟大的家伙、善良的付小费的人”，时任富达投资公司的主席——在他的鼓励下，林奇向富达公司申请打一份暑期工。三个就业岗位却有 75 个人在竞争，他是其中的一个，但是林奇获得了一个就业机会。林奇在《彼得·林奇的成功投资》中写道：“在我帮乔治·沙利文找球的时候，也帮我找到了职业。在球场上我不是唯一的球童，但我找到了通过衣帽间走向会议室的最快捷的路径。”在富达公司的暑期实习结束后，林奇又到沃顿商学院求学。从商学院毕业后，他不仅得到了一个 MBA 学位，还找到了珍贵的爱情，他认识了他的妻子卡罗琳。他们相识于沃顿商学院，并于 1968 年结婚。由于林奇是预备军官团的一员，所以必须服兵役。林奇当时正在服为期两年的兵役。

林奇认识卡罗琳时，他已经关注股市多年，并且知道自己将会把投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资作为终身职业。这里，包含了他的职业生涯。当时人们对投资的认识还不深，但林奇对投资的热衷已到了疯狂的地步 。据说，他第一次和卡罗琳约会的时候，竟然只谈论投资。无论是当时还是现在，投资对于卡罗琳来说显然不是一个倒胃口的话题。这对情侣最终结婚了，生有三个孩子，今天仍然幸福地生活在一起。

1969 年，彼得·林奇服完了两年的兵役之后（曾被派往韩国），富达重新雇用彼得·林奇为专职的调研人员。当时主要调查纺织品工业，后来又调查金属冶炼行业。5 年后，他成为该公司的研究主管，同时继续担任调研人员。然后，在 1977 年 5 月 31 日，他被任命为富达旗下的麦哲伦基金的经理。这是林奇接手的第一个基金，你很难相信他将创造空前的投资纪录。

事实上，林奇的确是很快地创造了这一著名的纪录，他刚接手麦哲伦时，情况不是很好。20 世纪五六十年代，股市基本表现不错，但在进入 70 年代后，股市跌入低谷，并遭受重创，麦哲伦基金也没能幸免。在接受公共广播系统的系列采访时，林奇说："我接手麦哲伦的头三年，我觉得 1/3 的股份应当变现。我的意思是人们都没有注意到这些股票的利润很低。" 这并不是一个好的开端。

但是，林奇是一个实干者，他没有花太久的时间就扭转了局面，该基金开始进入良性轨道。在 1982 年初，股市从低谷急转到高峰，在林奇的努力下，传媒及随后公众对麦哲伦基金的兴趣与日俱增。林奇的成功并不容易，他每周至少工作 6 天，尽管他是一个虔诚的天主教徒，有时在星期日礼拜后的部分时间内也要工作，但最终麦哲伦的投资者获得了相应的报酬。

但最终，林奇说他的工作超出了身体的负荷，并于 1990 年 5 月 31 日退休，时间恰好是 13 年前他接受麦哲伦公司的这一天。虽然年仅 46 岁（他父亲在 46 岁去世了），他却退休了，把剩下的时间交给他的妻子和三个孩子。在他主管麦哲伦基金的期间，既经历了股市的高峰期又经受过股市的低谷——20 世纪 70 年代的低谷和 1987 年股市所遭受的重创。他在事业处于最高峰的时候隐退了，这无疑也增加了他的光环。

虽然退休了，林奇还是很忙碌，因为他仍然是富达公司的副董事长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一方面，他还致力于规划他的财富，今天，他主要的工作还包括用他的钱去帮助别人。《波士顿环球报》就在2005年发表过一篇题为《慈善事业的向导——彼得·林奇》的报道。从富达退休后，林奇热衷于慈善事业。因为各种原因，他为慈善事业提供了大量资金，部分资金来源于他家庭中的个人财产，另一部分来源于他发展的慈善机构——林奇基金会（Lynch Foundation）。除了捐款以外，林奇还努力地进行募捐，这篇著名的文章还介绍了林奇在市中心为一所天主教学校基金会的募捐所做出的努力。在波士顿大主教管区的天主教学校，有许多低收入家庭的孩子，该项基金就为他们提供奖学金。从20世纪90年代初期林奇开始担任该基金会的主席到2005年，他帮助该基金会募捐的资金超过5 500万美元。

投资方法"价格/收益/成长性"比率：从买进你所了解的公司的股票开始

在投资历史上，一家基金公司能在一个很漫长的时间内，获得如此巨大的成就是很少见的，像麦哲伦这样的大公司就更不用说了。为什么林奇就做到了呢？

有趣的是，作为一个著名的专业基金经理人，他的很多做法与一些专业方法毫无关系：他买进他所了解的公司的股票。林奇认为，就如同你在市场上喜欢买朋友的商品是一样的，如果你对一只股票很了解，并知道它很有前途，那么你就可以在专业投资者考虑到这只股票之前买进它，并获得巨大的成功。留意你买东西的商店，留意你所买的商品，留意你工作地点的工业水平以及你的居住区域，这样日积月累，你会得到飞跃，成为股市的大赢家。

在林奇众多的投资案例中，有一个做得比较好的投资案例就是在这个原则的指导下进行的，这个案例和欧莱雅连裤袜的制造商哈尼斯（Hanes）有关。几年前，高质量的连裤袜在百货公司或专卖店出售，这些地方女人们大约每隔6个星期才光顾一次。而质量差一些的连裤袜通常在杂货店和药店出售，这些地方女人们大约每周都要光顾一次。哈尼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯发现了这一商机，他把那些穿得更舒适的，由厚重的纤维制成的丝袜也放在杂货店和药店这些最方便的地方卖，结果，该公司的丝袜的确和廉价丝袜卖得一样多。当时，哈尼斯公司在波士顿做市场调研，林奇的妻子卡罗琳，买了一双他们的丝袜，很喜欢，据说别人也像她一样喜欢。由于妻子非常认可这个产品，林奇开始研究这家公司，并购买其股票，取得了6倍的股息——这就是林奇所说的“6 bagger”。这是一个简单的，最引人注目的故事，每个人都能理解并且可以照着去做。这是林奇具有强大魅力的最重要的一个原因：他的做法是直接的，非常生活化，看起来很简单，好像只要我们想做也可以做到。

还是要遵循投资的基本原则

但是，与此同时，他的做法还有许多需要商讨的地方，亲自了解一个公司的内幕消息绝不是林奇选股策略的唯一方面。事实上，在修订版的《彼得·林奇的成功投资》（2000年）一书中，他说到，许多人误解了他“投资于你已经熟悉的行业或企业”这句话的意思。正是这个原因，他发表了这份“声明”：

彼得·林奇不建议你仅仅因为喜欢在某个商店购物就去买这个商家的股票，也不建议你只是喜欢某个企业的产品就去买它的股票，更不建议你只是喜欢在某个餐馆就餐就去买它的股票。喜欢一家商店，一个产品，或一家餐馆，这会让你对某个公司产生兴趣，并把它列入你的调查计划中，但这不代表你就要买它的股票！在你没有了解清楚一家公司的盈利前景、财务状况、竞争地位、扩展计划等这些情况之前，绝不能买它的股票。

一直以来，林奇的警告是可以理解，具有逻辑思维的。仅仅只是因为你喜欢某个公司，并不意味着所有的客户或者大多数客户也喜欢这个公司。把你的亲身经验作为一个起点，这是选股的一个很好的开始，但最终你必须查明这个企业，尤其是它的基本情况是否良好。还记得，林奇之所以退休，部分原因是他每周至少要花6天的时间研究一些公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果他只是先四处逛逛，向邻居打听一些做得很好但不太知名的企业，再进行调查研究，那么他可能到今天仍然在管理麦哲伦。

林奇和其他大师不同的地方在于把股票分为不同的种类，并根据这些种类适用不同的基本原则，他使用的三个主要类别分别为：1）“快速成长型股票”，这种股票的年收益率增长在20%以上，并且保持相对较低的负债水平（例如，苹果公司）；2）“大笨象型”，就是大型知名企业的股票，这些公司的年销售额在数十亿美元并以10%～19%的年收益率增长（例如，沃尔玛）；3）“稳定缓慢成长型”，这往往是一些年数已久的大型公司的股票，它们的年收益率和分红只有个位数［例如，汤姆金斯工程设计和制造公司（Tomkins PLC），在本书写作时，这个公司的股票就是一个缓慢成长型股票］。在这一章的“步步剖析”专栏我们会对各种股票一一查看。

其他的股票种类

虽然林奇比较关注这三种股票，但他认为股票还有其他种类。这里我们看看他所使用的一些其他类别的股票：

周期性股票：其中包括汽车制造厂、航空公司、轮胎公司、钢铁和铝业公司、化工公司、大型半导体公司和国防企业的股票。当经济好转时，它们往往有很好的效益，但经济有所下滑时它们的经营也会随之下滑。这种股票对林奇来说，时间就是一切。你应该在它们经济高涨的时候买进，在它们经济下滑的时候出仓。林奇强烈建议：如果你想成功地获得它们在经济好转或者有所下滑的时候的早期信号，你必须调查与这些行业相关的工业情况。这对于大多数选股的人来说，似乎很难。

困境反转型股票：那些遇到了麻烦，并试图扭转局势的公司的股票。困境反转型公司的股价往往能够非常迅速地收复失地。林奇列出了5种类型的困境反转型公司。

1. 出资挽救我们，否则后果自负。这种类型的公司能否转危为安完全依赖政府能否提供相应的贷款担保，比如20世纪80年代的克莱斯勒公司（林奇曾成功购买该公司的股票）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 出人意料的困境反转型公司。这种类型的公司能够成功地扭转局势，让大家都很吃惊。

3. 问题没有预料中的那么严重。这种类型的公司遇到的问题比最初市场所预料的小得多。

4. 破产母公司中含有经营良好的子公司类型的困境反转型公司。这是一种在一个经营状况恶化的母公司里经营良好的部分。

5. 重组使股东价值最大化类型的困境反转型公司。重组是指公司剥离掉那些没有盈利的子公司的一种手段，所以重组后的公司经营良好。

林奇特别注意那些手头的现金和长期债券周转情况良好的公司。在这些公司里，他不仅能看到债券还能看到一定量的手头现金。在债券类型中，他所中意的不是银行债券或公司债券（这些是活期的），而是长期债券，比如企业债券基金。

隐蔽资产型公司股票：隐蔽资产型公司是指任何一家华尔街投资大众没有注意到而你注意到了的拥有价值非同一般的资产的公司，这种有价值的资产却被华尔街的专家忽略了。一家超级市场连锁公司已拥有一些商店几十年。这些商店在账上的购置成本价值只是其现有价值的一小部分，这是一种潜在的现金储备，在资产负债表上看不到。如果该公司出售这些商店，将会获得不少的资产。林奇会问：

- 公司的资产是什么，公司的资产有多少？
- 在这些资产中，有多少要用来冲抵债务？
- 是否有人在观望着打算购买这些资产？

林奇著名的“价格/收益/成长性”比率

林奇发现股票有几种不同的变量，对于不同的股票，这些变量会有所不同。同时，他还发现有一个变量比其他的更显著，这就是林奇自创的“价格/收益/成长性”（P/E/G）比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而"价格/收益"比值（即市盈率）可能在股票变量中是最有名的。林奇发现，关注股票本身的"价格/收益"比值不如比较这个比值与公司的成长性。这样说的依据是：倘若公司以一种合适的速度发展，那么股票的"价格/收益"比值高于其增长率是很好的。如果一家公司的"价格/收益"比值等于或者略低于其增长率（即"价格/收益"比值除以增长率为1.0或略低于1.0），这也是可以接受的。如果"价格/收益"比值只是其增长率的一半或更低，那将会伤害股东的利益。

林奇发现"价格/收益/成长性"比率是识别一只以高价出售的股票是否值得购买的好方法。事实上，当他选股的时候，"价格/收益/成长性"比率是他最推崇的一个基本变量，并且，他在投资界很有名气的一个原因便是他总是依赖这个变量。林奇的"价格/收益/成长性"比率方法是他"以合理的增长价格选股"（GARP）理念的一个很好的例子，后者也因为林奇而成为股市投资的一个新的重要术语。

为了证明"价格/收益/成长性"比率比"价格/收益"比值更有用，在《彼得·林奇的成功投资》一书中，林奇提到了沃尔玛——美国最大的零售商。他指出，在沃尔玛成长的30年中，它的"价格/收益"比值很少低于20，这个比值应该是不低了。然而，公司的增长率始终在25%~30%的范围内，尽管"价格/收益"比值不是特别低，但是仍为股东创造了巨大的利润。

林奇倾向于用历史数据来确定一个公司的"价格/收益/成长性"比率，他认为，如果使用预估的未来增长率那仅仅是猜测。我们同意这一点，所以在模型中使用这个比率时，参照的是过去平均3年、4年或5年的增长率而不是预估的未来收益增长率来确定"价格/收益/成长性"比率。虽然林奇每选一只股票都要看它的"价格/收益/成长性"比率，但在计算上述三种不同类型公司的"价格/收益/成长性"比率时，他还是有所区别的。对于大笨象型和稳定缓慢成长型的公司，股息往往也很重要，在审查这两种公司时，林奇做了调整，把股息率的计算纳入"价格/收益/成长性"比率的计算中。对于快速成长型公司，通常股东的回报不是股息，而是股票价值的增长，因此他并没有把股息率纳入到"价格/收益/成长性"比率的计算中。例如，测得一个大笨象型或者一个缓慢稳定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长型的公司的“价格/收益”比率为14，股息收益率为4%，而增长率为12%。为了算出“价格/收益/成长性”比率，就用“价格/收益”比率除以增长率（12）和股息收益率（4）之和（12 + 4 = 16），则“价格/收益/成长性”比率为14/16，即0.88，这个数值略低于林奇选股方针的“价格/收益/成长性”比率上限1.0，是一个良好的标志。

综述

在我们讲解林奇选股策略的另外一些更详细、更定量的选股原则之前，好股票还有许多其他明显的特点，其中有许多特点我们没有预计到，林奇根据这些特点来选择股票。事实上，林奇指出，好股票的许多特点恰好是分析师和投资者在分析股票时所采取谨慎态度对待的典型特点。下面是林奇在《彼得·林奇的成功投资》一书中提到的好股票特点的节录。

- 公司名字听起来枯燥乏味。

林奇认为，如果你能够及早发现这类公司的投资机会，那么仅仅因其公司名字枯燥乏味或者荒唐可笑就会让你的买入价格便宜好几美元，他列举的一个例子是“鲍勃·埃文斯（Bob Evans）农场”。

- 公司业务枯燥乏味。

像我们的另一位大师巴菲特一样，林奇不重视科技类股。他认为，如果一家公司盈利水平很高，资产负债表稳健，从事的业务枯燥乏味，那么你就会有充足的时间以较低的价格买进该公司股票。

- 公司业务令人厌恶。

一家主要生产肠类副产品的厂商或制造一种能够清洗汽车零件上油污的机器制造商都是很好的例子。

- 子公司从母公司分拆出来。

林奇的理由是，大型的母公司根本不愿意看到分拆上市后的子公司陷入困境，因为这样可能会对这家子公司产生非常不利的公众影响，从而使母公司受到连累。因此，分拆出去的子公司通常具备十分良好的资产负债表，以便今后能够成功地独立运作。

- 机构不持股，分析师不追踪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你找到一只不是很出名的股票，没有任何一家机构投资者持股，也没有一个股票分析师拜访过这家公司，这是件好事，因为你找到了一只有可能赚大钱的潜力股。

- 公司被谣言包围。

如果一个公司的传闻很多，那么这是低价买进一只股票的另一种方式。林奇给出的一个例子是：据传涉及有毒废物和黑手党的一个公司。“或者更重要的是，”他写道，“有毒废物和黑手党。”

- 公司业务让人感到有些压抑。

殡葬业务就是一个很好的例子。林奇声称：华尔街总是忽略处理殡葬业务的公司。

- 公司处于一个零增长行业中。

这些行业还没有被专业投资者注意到，这使它们能够摆脱投资界的控制，不用担心有什么竞争对手。

- 拥有一个“特许权”。

林奇喜欢这样的小公司，因为它们根本没有竞争对手。

- 人们会不断购买该公司的产品。

药品、饮料、刀片和香烟都是例子。人们必须持续购买这些生活必需品。

- 公司是高技术产品的用户。

林奇认为：科技的发展可以帮助那些密集使用科技的公司削减成本，同时，由于科技产品成本的降低，公司会获得高额的利润。

- 公司内部人士买入自家公司的股票。

林奇认为，没有什么样的小道消息能比一家公司内部人士正在买入自家公司的股票，更能表明投资一只股票获得成功的可能性了。有很多原因会导致公司管理人员卖出自家公司的股票，可能是由于他们需要现金来为自己的小孩支付学费，或者要买一幢新公寓，或者为了还债，或许是因为他们已经决定要购买其他公司的股票以使投资组合多元化。但是公司内部人士购买自家公司的股票只有一个原因：他们认为股票的价格被低估了，他们相信最终股价肯定将会上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 公司在回购股票。

当股票被公司回购之后，这些股票就不再流通，因此该公司流通股份总数就相应减少。这会对每股收益的提高产生奇妙的影响，每股收益的提高反过来又会对股价产生奇妙的影响。

- 公司业务简单到白痴都能做好的地步。

这要追溯到早期我们所举的例子。林奇喜欢投资低技术行业的公司，这样，即使经理很白痴也能把它经营得很好。

请记住，这些仅仅是简单的特点，因为拥有这些特点的公司的价值往往被低估，所以林奇通常还要更深入地分析这些股票的基本面。但是，事实上，他最终投资的很多股票只有很少或者根本没有这些特点。他不会仅仅因为一个公司拥有一个或几个这样简单的特点就买进它们的股票。

一个真实的规律

关于林奇投资的一般做法还有很重要的一点，这一点是很多投资大师共同遵循的。它在理论上很简单，但在实践中却是每一个投资者最难做到的事情之一。林奇认识到了早期所讨论的一些问题：即使对于最聪明的投资者来说，在短期内，股市也是不可预测的。同时，林奇也认识到，从长远来看，就像任何其他的投资工具一样，好的股票会上涨。彼得·林奇的投资哲学是：使用经验证成功的战略并且对一只好股票长期持有，你会实现好的收益；不停的买进卖出，会使你失去大部分的收益。

当然，这意味着当股市短期内有些滑坡，好的股票有些贬值的时候要抵制住变现的诱惑——也绝非易事，但是，正如林奇曾经说过的那样，“在股市中赚钱的真正关键是，不要害怕可能的风险。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇对于华尔街智慧贡献的另一个真知灼见

林奇曾经在接受美国公共广播公司（PBS）的采访时说，把钱投向股市并指望在一年或两年内有很好的利润就像在赌场里赌红球黑球一样，只能靠运气，股市在一两年内将会有怎样的走势，你是无法知道的。

林奇的策略：步步剖析

业绩记录： 从1977年林奇接管富达公司的麦哲伦基金开始到1990年他退休，麦哲伦基金的平均年利润为29.2%，几乎是标准普尔500指数（平均为15.8%）的两倍。据《巴伦》周刊的估计，在他任期的最后5年里，99.5%的基金都比不上麦哲伦基金。

风险： 该战略要求投资者愿意承担适量的风险。林奇的策略不是真正的低风险策略，因为他非常关注快速成长型的股票，但在他任期内也避开了股市的高风险领域，比如科技股。他认为所投资的股票中应该包括大型企业的股票，他的这个投资方法就风险上来说对许多投资者而言都是合适的。此外，林奇认为应该投资于你所熟悉的股票，这能让许多投资者安心并可以使他们控制自己的焦虑情绪。

投资期： 和风险一样，对各种投资者而言，在时间跨度上，林奇的策略适合很多不同的投资者。你可以持有他的快速成长型股票3~10年，但他也有短期收益的策略，比如他的大笨象型股票，在一两年内可以产生30%~51%的收益。

努力程度： 由于林奇对于股票投资的一系列基本要素有着一个非常广泛的选择和侧重，而同时又要在一个中等长度的时间内——通常是数年持有这些选定的股票，因此，他的战略需要部分投资者做中等程度的努力。

现在，让我们来了解他的投资策略的本质。如果说“投资于你所熟悉的股票”和上面列出的其他因素仅仅是林奇投资策略的起点，那么他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最终是如何选择股票的呢？

如前所述，林奇首先把股票分为6个不同的类别：缓慢成长型、稳定成长型、快速成长型、周期型、隐蔽资产型以及困境反转型。所有这6个类别的股票都有它的价值，但林奇主要关注缓慢成长型、稳定成长型、快速成长型这三个类型的股票。由于能力有限，我们也会不自觉地分析这三个主要类别，我们将只关注它们。但切记持有其他类型的股票也可能会给我们带来好运，虽然这要求我们特别老练，想要找到评价性的数据很困难。（林奇自己成功地持有了一些困境反转型公司的股票，并在他的投资组合中大量保留了这类型的股票。）

快速成长型公司股票

这是林奇最喜欢的股票类型之一。这些公司每股收益的年平均增长率为20%，或者长期来看超过20%。这似乎很通俗易懂，但也有一些方面我们仍需做一些更好的解读，例如，林奇并没有说用来计算增长速度的时限是多少，时限是3年还是5年呢？为了了解公司长期的增长情况，我们发现，使用平均3年、4年和5年的时限来计算每股收益的增长率，可以获得较准确的数据。

大笨象型公司股票

大笨象型公司的每股收益年平均增长率为10%～19%（我们再次使用了前面提到的平均3年、4年和5年的期限来计算每股收益率），并且这些公司的年销售额在数10亿美元。（对于快速成长型股票，林奇谈了很多，但是在他的作品中关注最多的还是大笨象型公司的股票，因为，从某种程度上说快速增长行业早晚都会变成大笨象型公司，比如沃尔玛和家得宝零售业。考虑到这些大笨象型公司久负盛名，它们应该仍有一定的增长潜质。）

稳定缓慢成长型公司的股票

稳定缓慢成长型公司的年度每股收益增长率不到10%（增长率的计算方式与快速成长型公司和大笨象型公司相同）。这往往是一些成立已久的大型公司在支付股息，这些公司预计会以比国民生产总值快一些的速度缓慢增长。相对于稳定缓慢成长型公司来说，林奇更关注快速成长型公司和大笨象型公司。如果说稳定缓慢成长型公司的股票有什么吸引力的话，那主要就是你可以得到它们的分红。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定公司的类别

1. 每股收益增长率<10%的为稳定缓慢增长型企业。

2. 每股收益增长率≥10%且<20%的为大笨象型企业。

3. 每股收益增长率≥20%的为快速增长型企业。

林奇对不同类别的股票采用了不同的评判标准，我们打破这个标准，将其分为三个部分。第1部分详细介绍了林奇对所有股票的评价标准，不再讨论股票的类别。第2部分则列出了对这三个类别股票的具体评价标准。最后，第3部分包括两个“红利”标准，这些标准适用于所有的股票，不再讨论股票的类别。

因此，举例来说，如果你分析一个快速成长型公司的股票，你必须首先使用所有评价体系中的“针对所有股票”（For All Stocks）这一部分来进行评价，然后在第2部分中，你只能用“快速成长型股票”的评判标准来评价。最后但仍很重要的是，在第3部分评价标准中，你要看这个股票是否符合两个红利的标准。

第1部分：针对所有股票的评价标准

无论一只股票是快速成长型，还是大笨象型，或者是缓慢成长型，林奇所使用的最重要的评价标准都是他的价格/收益/成长性比率，但是，这不是他评价所有类型股票的唯一标准。以下是林奇如何使用价格/收益/成长性比率来评价股票的方法，以及别的一些重要评价标准。

价格/收益/成长性比率 对价格/收益/成长性比率的使用是林奇很出名的方面，他用这个比率来识别正以合理的价格廉价出售的成长性股票，这就是林奇的投资策略被推崇的原因。一只股票的价格/收益/成长性比率的计算方法是，用它的价格/收益比率除以它的历史增长率。原理是这样的：一只股票的收益增长得越快，就应当容许更高的价格/收益比率，价格/收益/成长性比率越低越好，因为这意味着你获得了更多的盈利。对于大笨象型和缓慢成长型股票，林奇调整了价格/收益/成长性比率中收益增长的部分，因为这些类型的股票往往有极大的股息支出。要做到这一点，只需把增长率的百分比加入到股息收益率的百分比上即可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，如果一只股票的增长率是15%，股息收益率是3%，那么在价格/收益/成长性比率中成长性比率这部分的数值就是18%。

存货与销售比率（I/S） 存货与销售比率是林奇评价一只股票时需要考核的另一个变量。在这方面，他有很多重要的观点，他的观点中包含相当多通俗易懂的常识，而且很少有专家会提到。（但存货与销售比率这个标准对于非制造业公司并不适用，如服务业和金融公司。）林奇认为库存增长超过销售就意味着亮起了红灯。库存积压表明产品的需求并非像该公司所预期的那样高。基于林奇策略的模型中，我们对林奇这方面的解释是：林奇可以允许5个百分点的超出（从去年到今年的一年内，存货增长可以比销售快5个百分点）。例如：如果一家公司的存货与销售比率是每年10%，那么要通过这项测试，明年的这个比率则不能超过15%。林奇的底线：如果库存的增长低于销售，或和销售的增长速度相同，或比销售稍快，那么这个公司就通过了这项测试，但如果存货的增长比销售快得太多，那么该公司就没能通过这项测试。

总的股本负债率 林奇也喜欢有着保守财务活动的公司，他用股本负债比率来衡量一个公司的财务活动是否保守。如果一家公司的债务总额小于或等于股东权益总额的80%，那么这家公司就通过了这项测试。如果一个公司股本负债比率大于80%，那么它就没能通过这项测试。请记住，这里有一些等级，股本负债比率的值越低越好。林奇特别喜欢债务总额不到股东权益总额50%的公司。

某些种类的公司，如金融机构和能源公司，由于它们所从事业务的性质，一般都有大量的负债。对于能源公司，产权比率超过80%也是可以接受的。彼得·林奇有其他的标准来应付这种企业，这也是他不寻常的地方，其他的投资专家也喜欢低债务的公司，但是没有明确区分那些因为行业性质而有大量负债的企业。

针对金融类股票的产权比率 在测试金融类股票时，林奇用其他标准：

股本与资产比率 这是一个衡量财务健康状况的比率。如果该比率为5%或更大，那么该股票通过该项测试。

资产回报率 资产回报率是衡量公司盈利能力的。根据这一模式，金融公司的资产回报率至少应为1%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2部分：分类测试

现在，对于不同类别的股票（即快速成长型、大笨象型、缓慢成长型）林奇使用不同的变量来衡量。根据你要测试的股票类型，找到下面相应的部分，并按该部分所列的测试标准进行专项测试。

快速成长型股票

价格/收益比率 对于销售额超过10亿的公司，若其股票价格与收益的比率低于40，则可以通过此项验证。但是如果这个比率高于40，就是一个危险的信号了，因为大型公司很难保证能够支持价格与收益的比率大于40的高成长性。然而，小一些的公司在企业增长阶段可以获得很高的价格与收益比率，所以，年销售额不足10亿的快速成长型企业不适用这一指标。

每股收益增长率 虽然林奇喜欢快速成长型股票，但他也相信这样一个道理：股票不能增长得太快。若一个公司的历史增长率超过50%，不会被林奇选上，因为这样的高增长不可能长期保持。通常，公司的年增长率超过50%的是一些热门工业。那是林奇禁止购买的一类股，因为大家都知道，这类股票可能被高估了。

对于林奇来说，长期的增长率在20%～50%是可以接受的，在20%～25%是最佳的，他认为，这样的增长率是可以长期维持下去的。

林奇衡量快速成长型公司的几个小窍门

- 看该公司是否在一个以上的城市或乡镇开设了分公司，可以成功地验证他们的扩张是否起了作用。
- 确保公司仍有增长空间。
- 根据公司的销售是“一次性”交易（如索尼便携式游戏机），还是顾客“不断地重复”交易（如可口可乐或吉列刀片），来看增长是加速了还是减慢了。
- 看该股是不是一个很大的附加股，是否只有少数机构拥有该股，是否只有少数分析师曾经听说过该股。越少人知道越好，因为这样的股票可能被低估了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大笨象型公司股票

销售额　如果一只正在销售的股票收益增长率是10%～20%，年销售额至少在20亿美元，那么该股是一个真正的大笨象型股票。（实际上，我们对这个标准的临界值的解释可以放宽到年销售额在19亿美元，因为按照常规，5%的差别是没有什么意义的。）如果销售额不到19亿美元，它没有资格成为一个真正的大笨象型公司，那么就可以将它忽略掉。

每股收益　林奇希望大笨象型股票盈利，这意味着其当年的每股收益要超过去年，这样的股票才值得强烈推荐，如果一只股票没有赚钱或者赔钱了，它就不能通过该项测试。

缓慢成长型股票

销售额　林奇所认为的缓慢成长型公司应该是销售额比较大的公司。这类公司的年销售额至少应为10亿美元，如果一个公司的年销售额不到10亿，它就不属于这类公司。

把一只股票的股息与标准普尔500的股息做比较　对于缓慢成长型股票，林奇也有一个标准进行衡量，那就是把一只股票的股息与标准普尔500的股息做比较。

如果一只股票的股息比标准普尔500的高，它就通过了这个测试，反之，它就不能通过这个测试。（可接受的最低股息是3%。因为投资者购买此类公司股票的主要目的就是领取股息，所以我们解释林奇的这一标准用的是最低标准。如果一只股票的股息太低了，那么不管标准普尔500的股息是多少，这只股票都不值得持有。也就是说低于3%的股息，这样的股票都不值得买进。）

第3部分：红利标准

虽然这两个标准不是必要的，但林奇把股票看成是红利。这两个标准适用于所有类别的股票（在第1部分和第2部分都分别列出了）。

每股的价格与自由现金流的比率　按照彼得·林奇的解释，现金流是一家公司在从事业务活动过程中所获取的货币量。每个企业都吸入现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金，这不是什么难事，但一个显著不同的因素是，某些公司要花费比别人更多的钱来获得他们的现金流。这就是彼得·林奇强调自由现金流的原因，他将自由现金流定义为：在正常的资本性支出后的剩余。这些现金是你取得后不必再花出去的。技术上说，自由现金流 = 运营收益 + 摊销 + 折旧 – 资本设备投资总数。一家公司拥有越多的自由现金流越好。彼得·林奇关注的是每股自由现金流与股票价格的比较，他给出了一个例子：一个公司的股票价格是20美元，此外，它还有10~11美元的总现金流，扣除资本支出后，还剩7美元的自由现金流。你用自由现金流（7美元）除以价格（20美元），得到35%，这就是林奇对于理想自由现金流设定的门槛。这个标准不需要林奇对不同的公司进行不同的分类。如果自由现金流能够等于或大于股票价格的35%这个最低标准的话，那么这家公司的股票仍然可以购买。

净现金与每股价格的比率 在分析公司资产时，彼得·林奇喜欢看到有许多的库存现金。他认为净现金 = 现金 + 短期投资 – 长期负债。如果一个公司的每股价格是30美元，而它的每股净现金是9美元（净现金与每股的价格的比率是30%），那是很好的情况。如果它的每股净现金是12美元（净现金与每股的价格的比率是40%），则很有吸引力。如果它的每股净现金至少有15美元（净现金与每股的价格的比率为50%以上），并且又通过了林奇其他的测试标准，那么，快点抵押房子，赶紧买进这只股票。注意，不要试图去寻找公司的每股净现金和每股价格。净现金与每股的价格的比率可以这样来计算：（公司的总现金 + 短期投资 – 公司总的长期债券）/公司的市面价值。

基于林奇策略的模型之业绩表现

根据林奇策略的定量标准，我们在魏里迪尔投资公司幸运地看到一些林奇所喜欢的结果。从2003年7月15日开始，我们跟进这个由10只股票组成的投资组合——其中包括按林奇的投资方法计算得分最高的股票，它已获得了73.5%的收益（平均每年是11.6%）是标准普尔500指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数 21.4%（年均 4.0%）的三倍多。这个投资组合比标普波动率更大一些（该投资组合的风险指数 1.15，而市场风险指数为 1.0），但是当你考虑到结果时，稍高的波动率显然是值得的。

按照林奇的方法我们所选的一个由 20 只股票组成的投资组合有更好的业绩。自从这个组合建立以来（也是 2003 年 7 月 15 日），它获得了 88.8% 的收益率（平均年收益率在 13.5%）。与由 10 只股票所组成的投资组合一样，与标准普尔相比波动率会稍高（风险指数为 1.18）。这两个投资组合在我们开始跟进后（包括 2003 年和 2008 年的部分时间）五六年内都超过了标准普尔。10 只股票的投资组合表现最好的一年是 2003 年，当年它上涨了 34.7%，而标准普尔仅上涨了 9%；最糟糕的一年是 2007 年，当年它下跌了 13.5%，而标准普尔上涨了 3.5%。20 只股票的投资组合表现最好的一年是 2003 年的部分时间，上涨了 38%，而标准普尔只上涨 11.1%（2004 年全年表现最好，上涨了 24.8%，而标准普尔 500 指数只上涨 9%）。20 只股票的投资组合表现最差的一年是 2007 年，上涨了 1.1%，标准普尔上涨了 3.5%——虽然它落后于标准普尔的涨幅，但仍然在上涨。

就跟进股票的种类而言，我们的这个模型多少和林奇的投资有些相似。报告显示：投资者对各类工业和部门都很感兴趣，其中最受关注的还是快速成长型股票，同时，还有部分大笨象型股票也在关注之列。

林奇的投资方式和我们基于林奇策略的模型有一个不同点在于：我们还关注科技类股票。和格雷厄姆、巴菲特一样，林奇避开高科技股，因为他认为这类股票风险太大。虽然在 20 世纪 80 年代，这可能是真实的情况，但是到今天，科技已成为我们生活中不可或缺的一部分。目前，许多科技股已经创建了持续成功的长期记录，这使得经营良好科技类股的风险比林奇时代小了很多，因此我们认为将它们纳入投资组合中是合适的。一个很好的例子：网捷网络公司（Foundry Network），一个设计、制造和销售计算机网络所使用的路由和交换产品的公司，每股已连续 9 年都有收益。我们的投资组合从 2006 年夏天开始买进这只股票，在 4 个月后，已取得了 25.9% 的收益。这只股票在我们 10 只股票投资组合中（见表 5—1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5—1　　模型投资组合风险和回报统计

	10 只股票	20 只股票	标普 500
年收益率	11.6%	13.5%	4.0%
总收益	73.5%	88.8%	21.4%
最佳整年	2004 年 34.7%	2004 年 24.8%	2006 年 13.6%
最差整年	2007 年 -13.5%	2007 年 1.1%	2005 年 3.0%
贝塔值	1.15	1.18	1.0
精确率	57.1%	58.7%	N/A

注：收益统计自 2003 年 7 月 15 日至 2008 年 7 月 15 日，欲寻更多的披露和解释，请见附录 A。

彼得·林奇的主要投资准则

快速成长型股票

◇ 股票的每股收益增长率是否在 20% ~50% 之间。

◆ 看看公司是否在一个以上的城市或乡镇都有成功的分公司。

◇ 寻找价格收益成长性比率低于 1.0 的股票。

◆ 希望股票的负债股本比率低于 80% （金融和公用事业公司不使用此项标准）。

◇ 对于金融股，寻找股本与资产比率至少为 5%，资产回报率至少为 1% 的股票。

◆ 注意公司的扩张是正在加快还是正在减慢，以及公司的产品是消费者“一次性”购买，还是重复不断地要购买。

◇ 对于销售额大于 10 亿美元的公司，市盈率要小于 40，对销售额不足 10 亿美元的公司，不限制市盈率。

◆ 存货与销售比率应当是逐年递减的，或仅仅小幅增加。

◇ 设法寻找只有少数的几个机构持有的股票，并且，这些股票只被极少数的分析师知道。

◆ 如果自由现金流价格比率和/或净现金价格比非常高，该股可获得股份红利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大笨象型公司股票

◇ 每股收益增长率必须在 10% ~20% 之间。

◆ 销售额必须在数 10 亿美元的范围内。

◇ 寻找按调整后的收益计算的价格收益成长性比率低于 1.0 的股票。

◆ 每股收益应是不断增长的。

◇ 寻找股票的负债股本比率低于 80% （金融和公用事业公司不使用此项标准）。

◆ 对于金融类股，寻找股本与资产比率至少为 5%，资产回报率至少为 1% 的股票。

◇ 存货与销售比率应当是逐年递减的，或仅仅小幅增加。

◆ 如果自由现金流价格比率和/或净现金价格比非常高，该股可获得股份红利。

缓慢成长型股票

◇ 股票的每股收益增长率必须低于 10%。

◆ 寻找按调整后的收益计算的价格收益成长性比率低于 1.0 的股票。

◇ 销售额必须超过 10 亿美元。

◆ 股票的收益必须高于标准普尔，并且，股本收益至少为 3%。

◇ 股票的产权比率低于 80% （金融和公用事业公司不使用此项标准）。

◆ 对于金融类股，寻找股本与资产比率至少为 5%，资产回报率至少为 1% 的股票。

◇ 存货与销售比率应当是逐年递减的，或仅仅小幅增加。

◆ 如果自由现金流价格比率和/或净现金价格比非常高，该股可获得股份红利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第6章 肯尼斯·费雪——青出于蓝而胜于蓝

知识永远都是需要革新的，每一个真理的发现都是对先前的认知的一种否定。

——玛格丽特·李·朗贝克

假若你了解股市，想必，你也了解市盈率（价格与收益比率）。几十年来，市盈率一直是分析和讨论股票的一个最常用的比率，它是用每股价格除以每股产生的收益所得到的一个比值，这个比值可以让投资者知道花多少钱来获得最大利润。正如你已经看到的那样，本杰明·格雷厄姆、约翰·内夫、大卫·德雷曼和彼得·林奇在分析股票时，都会利用这个比率。由于统计数据的广泛使用，市盈率常常是报纸上刊登股票报价时唯一使用的经济数据。

然而，当大多数人都专注于一种情况时，肯尼斯·费雪却在专注于别的情况，并且获得了很大的收益。实际情况就是这样，早在1984年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当费雪的书《超级强势股》(*Super Stocks*) 出版之后，投资界对市盈率的关注发生了巨大的变化。虽然许多投资者非常倚重市盈率，但费雪认为，使用市盈率分析股票有一个重大的漏洞。他在《超级强势股》一书中解释道，问题的一方面在于收益，即使是一个盈利状况良好的公司，每年的收益也会有所波动，比如说，某一年更换了设备或设施；进行了新的研究，这将有助于该公司在未来的时间内获得利润，也会在当前花费一些资金；改变会计的处理方法等，这些情况都会把这一个季度的利润提高，同时增加下一季度的损失。从长期来看，费雪认为真正重要的是：无论公司的基本业务情况有多好或有多差，上述的几种情况也都有可能会发生。

虽然收益总是有所波动，但费雪发现销售额却较为稳定。事实上，他发现销售额达到他所谓的“超级强势股”水平时，股价在3～5年内会有3～10倍的增长，很少有显著的下降。因此，他提出了一个新的方法来对股票进行估价——价格销售额比率，这个比率的计算方法是用公司股票总价款除以公司总的销售额。

肯尼斯·费雪的创新理论成了股市新闻头条，他的书《超级强势股》也很畅销。自从这本书出版之后，价格与销售额比率就成为许多投资者在选股时经常使用的一个主要工具。肯尼斯·费雪在投资界也建立了一个金钱的帝国公司，其净资产为18亿美元，他本人也成为2007年美国最富有的300人之一。从福布斯网站和他的资产管理公司获知，肯尼斯·费雪投资公司负责管理着450亿美元的资产。此外，肯尼斯·费雪也成为《福布斯》杂志创办以来持续时间最长的专栏作家之一。他已经写了超过3本有关投资方面的书。即便如此，肯尼斯·费雪仍然是股票市场的一支叛军。不过，正如你很快就会看到的那样，现在他作为叛军的原因已经不包括他所创造的著名比率了。

肯尼斯·费雪是谁?

我们介绍的许多投资大师出身都很贫寒，但是肯尼斯·费雪的家庭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却属于小康之家。事实上，他出生于投资世家，他的父亲，已故的菲利普·费雪（Phillip A. Fisher），是许多人心目中的“成长价值投资策略之父”。老费雪的书——《怎样选择成长股》（*Common Stocks and Uncommon Profits*，1958），仍是投资成长型股票的圣经，而且是有史以来第一本被《纽约时报》列为最畅销投资著作的书。它的影响究竟有多大？年轻的沃伦·巴菲特都对这本书印象非常深刻，并跑到加州去找菲利普·费雪，学习他的第一手策略。

肯尼斯·费雪出生于1950年11月29日，最初，他想从事一份与父亲不同的职业。起先，他对林业很有兴趣，然而，家庭的压力使他不得不打理家族生意。尽管如此，正如我们后来所看到的那样，林业也在他的投资生涯中扮演了一定的角色。

从加州大学洪堡分校（现在的洪堡州立大学，Humbolt State University）毕业之后，费雪开始与他的父亲一同工作。虽然，他同他父亲讲话时语气很恭敬，但是，他们并不是最好的搭档。《百万富翁》杂志（*Millionaire Magazine*）上有一篇文章刊登了肯尼斯·费雪讲述他与父亲老费雪的关系：“我发现，我们之间有些事情总是处理得不太好。当我和他一起工作时，他已经65岁了，在工作方面，他早就形成了自己的习惯，而且，他完全不想进行任何改革。但是，我是一个地地道道的反传统、反惯例的人。”尽管如此，毫无疑问的是费雪从他父亲那学到了很多东西，并且费雪也从没有怀疑过从他父亲那学到的东西——肯尼斯·费雪的网站陈述过，他唯一的专业技术就是由老费雪专门训练而成的。

今天，肯尼斯·费雪的投资管理公司所处理的资产超过450亿美元，其客户是包括美国《财富》杂志在内的500个公司，基金会及捐赠的基金以及数以千计的高资产净值人士。如今它所处的投资界顶端位置让我们了解了费雪挑战传统的特性。“在金融界，人们往往都有极大的从众心理”，他曾经在《百万富翁》杂志上这样说过。实际上，在都市环境中创造一个人人都很自由的企业文化很难，因为你很容易就会被周围人的思想所左右。所以，费雪大部分的投资公司都设在边远的地区，这样便于建立一个特有的企业形象认同，也便于建立一个对我们来说独特的公司文化——这种文化只有在远离典型商业区的地方建立。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个有趣的事实

1973 年，肯尼斯·费雪离开了他父亲的专业投资公司，并在加利福尼亚州伍德赛德创立了他自己的公司，这里几乎是一个苍翠繁茂的保护林，更确切地说他的公司保持着与金融界光芒的独立。为了方便，他把公司和家都安在了青少年时期就热爱的林地中。费雪在伐木搬运的历史方面知识很渊博，洪堡州立大学网站曾评论说，他是 19 世纪伐木业最重要的专家，并且，在圣克鲁斯山（Santa Cruz Mountains）北部他拥有超过 35 个有案可查的废弃的伐木工篷。2006 年，在费雪的主持下，他的母校洪堡州立大学设立了“红木森林生态学”。费雪和他的妻子谢里琳（Sherrilynn）在伍德赛德住了将近 40 年。他们有三个已成年的儿子，其中一个在青少年时期曾写过一本关于青少年如何投资的书。

虽然作为一个资金经理费雪有很好的业绩，但是使他名声在外的原因却是作为《福布斯》杂志的撰稿人。自 1984 年起，肯尼斯·费雪为《福布斯》杂志撰写一个《投资组合策略》（*Portfolio Strategy*）专栏，是《福布斯》杂志创立 80 年以来，常态性专栏作家中时间长度第 4 名的专栏作家。除此之外，他还创办或与人合办了《金融分析师》期刊、《投资组合管理》杂志以及《投资咨询》杂志（*Research*）这些刊物。

出版了《超级强势股》后，费雪又出版了三本书，分别是《华尔街的华尔兹》（*The Wall Street Waltz*，1987）、《主导市场的 100 个心灵》（*100 Minds That Made The Market*，1993）和《投资最重要的 3 个问题》（*The Only Three Questions That Count*，2006）。其中，《投资最重要的 3 个问题》一书中详细介绍了费雪现在的投资策略，通过这本书，你能发现，费雪的投资方法有了相当大的变化和发展。（本章的后续部分我们将细查一下这些变化的原因以及为什么会有这样的变化。）但是，我们这些学习费雪理论的投资人仍旧沿用他在《超级强势股》一书中所详述的投资方法。之所以这么做有三个主要原因：第一，《超级强势股》中的投资策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分都是比较量化的，他概述了几个具体的数量上的标准、指导方针和一些情况，在他介绍新方法的新近出版的书中，这些很少提到。第二，2007年，费雪的出版商又出版了《超级强势股》的最新修订版，这让我们有足够的理由相信，费雪认为他最初的投资策略还是很有价值的。第三，《超级强势股》中的投资策略相当容易操作，在过去的5年内，我们这些学习费雪理论的投资人就是最好的实践证明者，这也是《超级强势股》在今天仍很流行的原因。

利用价格销售比进行投资：一个具有革命性的投资方法

如果你想了解为什么在识别一个低价销售的股票时，费雪会如此强烈地信任价销比（价格销售比），你必须首先理解他所谓的“小故障”（the glitch）。正如我们所见到的其他一些权威人士那样，费雪也是一个研究投资者心理的学者，他认为投资者一定会对早期拥有快速增长率的公司有着不切实际的预期，而一旦这些华尔街的宠儿经营有所倒退，或者仅仅是收益有所下跌，又或者它们仍在增长但是增长的速度没有跟上这些投资者过高的预期的时候，投资者就会反应过度，认为这些股票将会误入歧途，抛售股票。结果，股价就会直线下降（这和大卫·德雷曼所呈现的期望和惊讶没什么两样）。

可是从另一方面来说，费雪认为让投资者反应过度的这些“故障”往往只是部分公司走向成熟的一个阶段。一个管理良好的公司，往往会发现问题并解决问题，从而得到发展。实际上，这样做会让企业的盈利和股票价格再次上升。如果你在一个公司出现小故障，其利润和股价都下跌的时候购买该公司的股票，而且一直坚持持有直到该公司排除故障，恢复到先前的状况，那么其他的投资者又回来购买该股时，你就可以赚一大笔钱。诀窍在于，当这些公司的收益不断变化，甚至是负数，华尔街对它们报怨连天的时候，自己对这些公司进行估价，这样你就可以找到许多困境反转型的公司。（请记住，你不要用市盈率来评估一个正在赔钱的公司，因为它是没有效益的。）用什么对这类公司进行评估呢？费雪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，要看销售收入以及价销比。

用价销比评估股票和用市盈率评估不同的地方就是用销售收入代替公司的盈利。费雪在《超级强势股》一书中写到：**价销比就是用公司股票的总市值除以公司在过去 12 个月中的销售收入**。要计算公司的总市值，或其总价值，只要用其股价乘以该公司的股份总数即可。从某种意义上说，公司的总市值就是你想购买整个公司所要支付的价款。

例如，如果一个公司的股价是 20 美元，该公司共发行了 1 000 万股，其市场价值或市值就是 20 美元 ×1 000 万，即 2 亿美元。如果其去年的销售额是 2.5 亿美元，它的价销比就是是 0.80（2 亿美元/2.5 亿美元 =0.80）。

费雪在书中是这样描述价销比的："为什么要考虑到价销比？因为它能描述出与业务规模有关的普及性问题。价销比之所以有用，是因为在公司的财务数据中，销售额的内在稳定性要优于其大多数变量。"他的观点是：利润是变化无常的，包括许多优秀的公司也是这样，但是对于第一梯队的公司来说，销售额很少有下降的时候，可能会保持水平，但是通常它们的波动性要小于利润。然而，利润可以通过各种各样无需明示的方式被迅速而又戏剧化的转移，例如改变会计程序或者改变公司的研发费用。华尔街主要关注利润，对于那些利润方面有麻烦的公司看不上眼，这就是费雪为什么喜欢观察销售额的原因。一个利润有麻烦，但销售额很高的公司正是费雪想要拥有的公司。

费雪认为，如果一个公司的价销比较低，那么哪怕它的边际收益稍微提高一点，也会带来利润的大幅增长，但是具有比较高的价销比的公司就没有这样的杠杆效应。

费雪的另一个想法是，当用价销比来评价一个公司的前景的时候，投资者应该关注原因，而不是结果。他总结道："什么是底线？为了成功地买进股票，你需要在各种理由而不是结论的基础上对它们定价。这些理由就是企业的业务状况——产品的成本结构和销售情况，而结论则来源于利润、利润率和最终的每股收益。"费雪也不喜欢去关注那些每股数据，因为他认为关注整体的业务情况，包括规模，才是重要的。

对于价销比，费雪列出了以下规则。

规则 1：不要碰那些价销比高于 1.5 的股票，绝不要买进那些价销比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过3的股票——在那种情况下，你要为每1美元的销售额支付3美元的价格。他承认具有如此高的价销比的股票能够升值，但是这种升值只能建立在天花乱坠的宣传上，而没有任何实际的物质基础。

规则2：积极地寻找价销比值等于0.75或者更低的股票。这样的股票意味着，你只需为每1美元的销售额支付75美分或者更少的价钱。这些才是你想要的股票，费雪认为你应当长期持有它们。

规则3：一旦你买进了具有最理想价销比值的股票，那么当其价销比升至3时就卖出，如果你是一个偏好风险的投资者，则可以持有更长的时间，直到价销比升至6或者更高时再卖出。

但是，这些规则也有一定的变化。例如，费雪认为，不同的行业往往有所不同，他所描画的其中一个区别涉及到了“基础产业”或叫“大烟囱”股票，这些行业主要是生产那些“即插即用以及我们日常生活中使用的基本材料和零件”的行业，如钢铁、汽车、化工、造纸、采矿和机械。

因为这些烟囱工业方面的公司往往发展缓慢，不能获得非常高的利润率，在华尔街，它们不能引起投资者极大的兴趣或获得很高的股价，它们的价销比往往低于在华尔街引起人们极大兴趣的公司。针对这些公司，费雪调整了价销比的计算方法。同样，我们这些通过学习费雪的选股方法成长起来的投资者在挑选股票时，一般寻找价销比在0.4～0.8的烟囱型股票，对那些价销比低于0.4的，我们尤为喜欢。

费雪的研究揭示了有关价销比的如下规律：

- 大公司比小公司更倾向于具有比较低的价销比（低一些的价销比更好）。
- 令人兴奋的惊喜通常来源于那些价销比小于1的股票。
- 失望常常来源于那些即将公告糟糕的业绩，拥有最高的价销比的股票。

价销比以外的选股策略

虽然价销比是费雪《超级强势股》一书中重要的选股方法，但是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费雪警告说，不能完全依赖它。一些极差的公司有很低的价销比，仅仅是因为全世界都知道这些公司正走向破产。想成为一只真正的“超级强势股”，这家公司还必须有其他强劲的基本面。利润率、负债比率、盈利增长和自由的现金流量都是费雪在《超级强势股》一书中所列的定量上的基本面的重要组成部分（我们将“步步剖析”里探讨他的这些具体标准）。

此外，费雪从来没有简单地向人们推荐购买达到定量分析标准的股票。相反，他提倡将技术分析与基础的质量研究结合起来，据此挑选股票。在他的著作《超级强势股》中，一个重要的内容就是解释怎样从质量的角度，定性地看待一家公司，以及怎样做定量研究。举例来说，就像巴菲特寻找被“护城河”包围的公司，从而达到防御竞争对手的目的一样，费雪寻找有一个超过其竞争对手的“不公平优势”的公司，比如强大的知名度，或一个重要的专利等。对于我们这些崇拜费雪的投资者来说，当然必须坚持费雪详述的定量标准，这是基本的，并且到目前为止已证明这样做是相当成功的。

在讨论科技和医疗行业时，费雪在《超级强势股》一书中详述的选股策略是一种很有趣味的方式。不同于其他选股大师的方法，费雪把研发看成一种商品，对于这些公司，这种商品是很宝贵的。为了衡量华尔街对一个公司所做研究的估价，他用该公司的股票价值（即其市值）除以该公司在过去的一年里花在研发上的费用，即设定了一个定量标准——股票价格与研发费用比率（PRR）。股票价格与研发费用比率低于5%的科技和医药企业相当罕见，应当立即买进。股票价格与研发费用比率在5%～10%的公司绝对是物美价廉，也应当买进。10%～15%是股票价格与研发费用比率的上限。股票价格与研发费用比率超过15%的公司绝不要投资。

最后一个定量上的注意事项：自从《超级强势股》出版以后，费雪进一步完善他的价销比投资理论，把债务因素也考虑了进去。他发现，光有较低的价销比是不够的，这家公司还必须有稳固的财务基础，并且还没有被完全抵押出去。他喜欢流动资产至少是流动负债的两倍，而所有者权益总额至少是总资产的一半的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选取股市进出时机的费雪准则

在《超级强势股》一书中，费雪表达了大多数投资者都有同感的一个观点："人们总是在不停地尝试寻找入市的最佳时机。"他补充写道，人们试图利用电脑、占星学、人口学研究、太阳黑子、经济、技术分析、茶叶，甚至用"日落时在皮肤上放置干蜥蜴，再将它投入风中，根据落点的位置来做出选择"。但是，他说："我们最多可能选对一半的投资时机，最大的可能是大部分的投资时机都选错了。股市预言家在红火了几年之后，就处于难堪的境地。"

并且，更有趣的是，费雪表示，即使你可以预测到股市的重大变化，也不一定能给你带来多大的利益。他研究了投资者是怎样根据入市时机选股的，这让他恰当地估计出道琼斯工业平均指数每改变 100 点的时间是 5 年，其中一个终点他选定在 1982 年 12 月 31 日。这样一个投资者（当然，可能不存在）5 年后将会获得复合回报率达 51.5% 的盈利。这听起来很好，但是，根据费雪的理论，这和买进一只超级强势股所得的回报几乎没什么两样。并且，如果你在一个完美的时机入市，在这一段时期内不停地买进和卖出 11 次，会造成大量的交易成本。另外，因为绝大多数股票 100 点波动是发生在不到一年的时间里的，你因此会被征收较高的短期收益税。而超级强势股在 3～5 年内产生的长期收益，只征收较低的税率。

1. 当一家公司的价格销售收入比率偏低（够低）时，买进。

2. 如果你找不到价格销售比率偏低（够低）的股票，那就什么都不要买。

当然，这不完全是由于大多数人所认为的入市时机所影响的，因为它着眼于特定的股票，而不是整个市场。但是，不管你是否称之为入市时机，都要比大多数投资者试图描述整体股市要好得多。

资料来源：Kenneth L. Fisher, *Super Stocks*, reissued edition (New York: McGraw－Hill, 2008).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不断发展的费雪投资策略

正如我们前面所指出的那样，自从《超级强势股》一书出版以来，费雪的投资方法在很多方面已经有所发展了。比如，在20世纪90年代，他开始将关注的焦点越来越多地放在投资技巧的重要性上了。他说，投资者们需要把注意力放在模式上，不停转换所持有的投资工具，来迎合时代所流行的风格。

费雪的股票研究涉及的所谓“模式”中有一个有趣的例子。在1976年1月—1995年6月，他的这项研究把股票分为6种模式：大资本价值、中等资本价值、小资本价值、大资本成长、中等资本成长和小资本成长。他发现，这些模式会定期地处于有利或不利地位。比如，1976年1月—1978年9月，小价值公司是处于领导地位的模式，这种模式每年能创造出42.69%的回报率。这样的业绩打败了高成长型的公司，它们的回报率是37.84%。那4种最佳的模式比那两种最糟糕的模式业绩高出23.25%。尽管这4种最佳模式的业绩比那唯一的最佳模式——小价值型的企业，它们的增长率是42.69%——的业绩低了9.59%，但是它们的回报率仍然比标准普尔500指数高出23.41%。

对上面这些被研究的时期（1976年1月—1995年6月）所做的总结是：

- 4种最佳模式的年均回报率为17.79%。
- 年均市场回报率（威尔逊5000指数）14.64%。
- 4种最佳模式的年均回报率比市场回报率高出3.15%。

对于费雪来说，想要在股市中获得超额回报的话，选择最佳模式是很重要的原因。如果你能搞清楚什么时候哪种模式处于领导地位，就可以从许多股票中挑选出这种股票，并很好地持有它。为了能在最佳模式中做出选择，说需要研究一下收益曲线的差价，也就是长期利率和短期利率的差价。同时，也需要研究美国与其他国家相比，国内生产总值（GDP）如何。当时，他主张在特定的时期，关注他所认为的最佳的4种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模式，同时避免采用那两种最糟糕的模式。即使投资时只关注那唯一最佳的模式（在上面所提到的那段时期，唯一最佳的模式就是小价值型公司，它们只占市场的17%），投资者仍然能够获得丰厚的收益，超出市场平均获利水平，而且还避免了对小价值型公司买进或卖出的时机必须极为精确的确定所带来的高风险。

随着费雪所关注的投资模式越来越多，渐渐地，他不再用《超级强势股》中详述的利用股票价销比来选股的方法。原因何在？他认为，一旦人们了解了这种选股方法，这个比率就在股票市场上有了一定的价值。更多的人都从根本上关注股票价销比较低的股票，推动了这类股票价格的升高，从而降低了购买这类股票的收益率。（在我们的模型中，我们只能稍微地解决这对我们模型的冲击。）

今天，费雪仍然关注模式，他说，他的投资策略中只有10%左右涉及实际选股。在《投资最重要的3个问题》一书中，他写道，他的投资策略中70%是涉及对各种经济、政治和观点的评价，以确定资产的配置，即确定资产在股票、债券和现金之间的分配。另外20%是“资产类别的配置”，其中包括决定投资哪些国家、哪些部门、哪些市场股票的类型，以及什么股票模式（价值股或成长股）。只有在他决定了投资组合中要买进多少股票以及要投资哪些他感兴趣的股票之后，他才开始关注具体的股票。他说，在那个过程中，他会对每个类别进行筛选（比如，有一类可能是“美国小资本价值股票”），并从每一类股票中挑选一些个股。

他怎么选择这些个股的？部分依据是基本面。但他挑选股票的主要依据却并不是来自数据，而是来自他划分资产分配和资产类别的方式。其中《投资最重要的3个问题》中的一个关键点在于，根据费雪的理论，“除非你知道别人不知道的一些内幕消息，否则，你无法确定股市的发展方向，赢得长期的利益。”由于费雪的这个观念，他抛弃了选择价销比较低的股票这一方法。这就是费雪在《投资最重要的3个问题》一书中提到的问题之一：“你能琢磨出别人都不知道的影响股价的原因吗？”

费雪给出了一个例子，他琢磨出了别的投资者都没有琢磨出的“总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统任期周期”。从历史上看，总统任期的第3年和第4年比总统任期的头两年股市能获得更高的收益。费雪猜测，在总统任期的前两年投资者投资的时候比较谨慎，因为他们害怕，当新总统把他们的议事日程付诸行动的时候，可能会发生大的变化。特别是害怕总统通过税收和其他立法的改变，来实现财富的再分配现象的出现。而在总统任期的后两年，各方面都会相对稳定。根据费雪的这一理论，此时，投资者会有更多的理由相信股市会良性发展，他们也因此对股市抱有更乐观的心态。

费雪能琢磨出的影响股市的另一个原因是，全球关注的焦点，特别是全球收益曲线所隐含的信息。费雪也是看全球经济指标确定投资方向的一个主要倡导者，因为这种投资策略不只反映了美国的状况。费雪利用全球收益率曲线（短期和长期利率之间的价差），来辨别是把重点放在价值股上还是成长型股票上。他写道：“简而言之就是，全球收益率曲线告诉你什么时候将价值型股票转为成长型股票，什么时候再转回来。”“在收益率曲线走势平缓的时候，你进入一个成长股占主导地位的时期；在曲线走势波动较大的时候，你将进入一个价值股占主导地位的时期；之后曲线走势再次平缓的时候，再进入成长性股票为主导的时期。”费雪关注的是全球收益曲线，而不是美国的收益率曲线，这是因为“如果一个国家的收益率曲线出现倒置情况的话，全球收益率曲线仍是肯定正确，并值得信赖的，这样，企业、机构和私人客户，继续这样的全球股票交易仍然有很大的盈利机会。”费雪还认为一些因素，如全球GDP和全球通胀情况也会影响股市。

总统周期、全球利率曲线和其他所有指导费雪形成今天的投资方法的非典型因素是很有趣的，但是，对于费雪来说，这些东西并不是一成不变的。他写道，“我所展示的这些投资的优势都会有消失的一天”，因为它们都会被大家了解并会影响股市。他说，投资的关键在于，继续琢磨别人所不知道的影响股市的原因。他说：“赢得投资需要不断创新和不断测试。”换句话说，你必须愿意去违背华尔街的一些理论从而赢得股票市场。数年前，费雪关注价销比也是这样的叛逆，这种叛逆今天仍然存在，只是形式不同，明天、下个月或明年这种叛逆可能又会演变为不同的形式，这取决于投资世界所发生的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费雪的策略：步步剖析

业绩记录： 1995—2007 年，费雪在全球所有的收益基金的投资所产生的净年回报率为 13.0%，超过了标普 500 指数（11.3%）和摩根士丹利国际指数（9.1%）。另外，《福布斯》的一个专栏作家把 1996—2005 年费雪精选出来的股票的平均年回报率统计出来了，为 11.7%，同样超过了在那个时期为 6.8% 的标普 500 价格回报指数。

风险： 使用费雪的原创方法论会带来适量的风险，因为他的方法里的一个关键因素价销比会随着时间的推移，优势慢慢消失。

投资期： 预期是长期的但又不是无限的，典型的是 5～10 年。

努力程度： 相对较低。

从所有费雪关于发展和调整的理论中可以发现，有一个显而易见的问题：为什么我们基于超级强势股的策略继续有效？主要原因可能是，当价销比在策略里处于核心位置的时候，它对策略就起到一种主导性的作用。我们之前已经研究过，费雪的超级强势股也需要经过其他几个经济条件的检查，比如资产负债率、每股自由现金流、毛利润、每股收益增长率，甚至是对医疗和科技产业公司的价格—研发比率。通过所有这些方面，费雪确保他的公司绝对是以（从许多观点和长期来看）持有各种各样的能给投资者带来良好收益的股票为目标的。

现在，让我们看看费雪的策略依据是什么，这能够让你利用它来赢得市场。我们把这个方法论的测试分为了两个部分：使用最初的几个标准来确定一只股票按照我们的模型来评估是否有原始利息；接下来的几个标准被用来确定这只股票是否是真正的超级强势股。

衍生

为了得到基于费雪策略的模型的认可，一只具有原始利息的股票必须达到以下的条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格—销售比（PSR）

非周期性和技术产业股票

- 价销比是0.75或者以下。积极寻找，它们有巨大的价值。
- 价销比在0.75~1.5。这些公司有好的价值。
- 价销比在1.5~3。不要买。如果你已经拥有了这些股票，那么继续持有它。
- 价销比在3以上。费雪说无论如何不要购买价销比值达到这么高的股票。如果你已经拥有了它，卖掉，除非你愿意继续增加额外风险，这取决于你对承担额外风险的厌恶和意愿的程度。如果你愿意承担更多风险，考虑持有这些股票直到价销比值达到6。

周期性产业股票

- 价销比在0.4或者以下。积极寻找，它们有巨大的价值。
- 价销比在0.4~0.8。股票在这个范围，对周期性产业来说，可认为有好的价值。
- 价销比在0.8以上。费雪说这些股票是不值得、不应该买的。如果你已经拥有了一些，考虑卖掉它们吧。

总资产负债率 按照费雪所说，少的债务等于少的风险。基于他的著作，这个模型要求公司的债务—股本比率不能大于40%（金融公司本身就携带很多的债务，这是由于他们的业务关系所导致的，所以这个条件不要求它们通过）。

价格—研发比率 这个变量主要是将那些有研究需要的公司与其他公司区别开来，例如科技和医疗部门的公司。对于在这些行业的公司，费雪喜欢看价格—研发比率，它衡量了一个公司的研究和发展的市场价值。

通过一个公司在过去一年里花费在研究和发展上的资金来分割开它的市场价值（就是每股价格乘以已发行股票的数量）来确定价格—研发比率。按费雪所说，科技和医疗公司价格—研发比率低于5%是很难得的，应该购买。通常，这些公司会被大公司并购因为它们很容易被低估。

价格—研发比率在5%~10%的公司也是廉价的，可以购买；当价格—研发比率为10%~15%时则处在边缘状态；价格—研发比率在15%以上的公司就绝不应该购买，因为它们要么是花在研究和发展上的资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

太少，要么就是被严重高估。

如果一只股票顺利地通过了以上测试，得到了原始利息，那么它必须还要通过4个附加条件才能被认为是一只**超级强势股**。

超级强势股的价销比 对一只超级强势股，费雪要求价销比更低。他希望非周期性产业公司有0.75或者更低的价销比；而对周期性产业公司，他希望价销比为0.4或者更低。一只股票必须通过我们的基于费雪策略的模型里的适当标准之一来实现可观的利润。

通货膨胀调整后的每股盈余增长率 对一只超级强势股，费雪希望该公司有一个通货膨胀调整后长期大于15%的盈余增长率。

每股自由现金流 对一只超级强势股，同样也要求有正的自由现金流。公司应该有足够的可用现金来维持3年的负数的现金流。这个取决于这样一个前提：公司在无现金的运营下将会很快破产。

三年平均净利润 费雪相信股票不应该通过这些收益来进行估价，这些只是导致这个结果的根本原因的替代品。例如，销售中的毛利润，是一个原因。费雪说，超级强势股的公司应该生产超过过去3年至少5%的年净利润率。

基于费雪策略的模型之业绩表现

自2003年7月我们开始追踪最初8位大师的策略，基于费雪策略的模型已经成为我们最好的执行者。10只股票投资组合5年上涨157.4%，比标普500指数在那段时间的21.4%的收益高出7倍。它处于一个快速增长的阶段，几乎在以2003年部分和2004年全年的标普的3倍速度上涨。到2005年，它出现了轻微下跌的现象，但当跌到2.7%的时候，这个投资组合2006年又猛攻回来，相比标普500的13.5%增长了40%，到2007年，已超过了19%的增长，而这时的标普仅增长了3.5%。出色的表现继续保持在2008年的上半年，该投资组合仅下降3.7%的时候，标普已经跌到超过17%。

基于费雪策略的20只股票投资组合已经是在其他20只股票投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里排名第二了。自 2003 年 7 月开始到现在已经上涨了 127.5%。有趣的是，这个大的投资组合已经巧妙地赢得了每年的市场。在 2005 年，当它的兄弟 10 只股票组合下跌的时候，这个 20 只股票组合模型上涨了 12.5%，是标普上涨的 4 倍还要多。它最差的一年是 2007 年，上升了 6.7%。那依然是几乎两倍于标普的 3.5% 的上涨。这个组合在 2008 年的一季度跌下来了，但它 7.8% 的损失比标普的 17.3% 的一半还要少。

即使基于费雪策略的模型变得波动起来，波动的幅度也不会很大，处在中间的位置。10 只和 20 只股票投资组合的变异系数分别是 1.23% 和 1.19%。

除了记录最大的上涨外，这个模型已经是我们最精确的一个股票点选器。大概 60.6% 的 10 只股票模型的选择挣到了钱，而超过 60.5% 的 20 只股票投资组合的选择升了值。它倾向于在广泛的行业和部门选择，从零售商到能源公司到工业到金融以及更多。基于费雪策略的模型不害怕坚持持有一只股票，不管它如何运作。一些它精选的股票如史尼泽钢铁 (Schnitzer Steel)，现在已经比 2006 年 7 月至 2007 年 10 月的 10 只股票投资组合收益的两倍还多，还有保健标志 (Caremark Rx)，已经在 2004 年末至 2006 年初 18 个月的时间里上涨了 81.2%。（有趣的是，在 2007 年 10 月卖掉史尼泽钢铁后，这只股票在随后的一个月里跌了超过 10%；这时，我们的模型再次拾起了它，因为它已经上涨了超过 22%。）为了获得利润，基于费雪策略的模型会短期持有股票，例如，2004 年初，全球电力设备 (Global Power Equipment) 在被卖掉前的两个月里上涨了 55% (见表 6—1)。

表 6—1　模型投资组合风险和回报统计

	10 只股票	20 只股票	标普 500
年收益率	20.8%	17.8%	4.0%
总收益	157.4%	127.5%	21.4%
最佳整年	2006 年 40.0%	2006 年 32.0%	2006 年 13.6%
最差整年	2005 年 -2.7%	2007 年 6.7%	2005 年 3.0%
贝塔值	1.23	1.19	1.0
精确率	60.6%	60.5%	N/A

注：收益统计自 2003 年 7 月 15 日至 2008 年 7 月 15 日，欲寻更多的披露和解释，请见附录 A。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费雪的主要投资准则

◇ 寻求低价销比。

◆ 寻求低债公司，金融公司除外。

◇ 对医疗及技术公司关注其价研比。

◆ 如果该公司符合以上所有标准，基于费雪策略的模型会产生原始利息，要继续测试该公司是不是超级强势股。

是超级强势股吗?

◇ 对非周期性产业，价销比应为 0.75 或以下，周期性产业为 0.4 或以下。

◆ 通货膨胀调整后的每股收益增幅应该大于 15%。

◇ 每股自由现金流应为正。

◆ 三年平均净利润应为 5% 或更高。

◇ 如果一个公司通过了所有超级强势股的标准，那么它的股票将会有相当可观的收益。这里，最重要的变量是价销比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 马丁·茨威格——能花，更能赚

一个人如果态度正确，便没有什么能够阻挡他实现自己的目标；如果态度错误，就没有什么能够帮助他了。

——托马斯·杰斐逊

之前，我们谈到了本杰明·格雷厄姆的理念，伟大的投资者往往不是天生的而是后天培养而来的。然而，马丁·茨威格也许并不是一个天生的伟大投资者，但他在使自己成为一位伟大投资者上所花费的时间却比我们所推崇的任何其他大师都少。

由于他叔叔给了他6股通用汽车的股票作为生日礼物，茨威格开始了他的股票市场研究，那时他才13岁。他开始研究通用汽车和其他的股票，不久之后，他深深爱上了这项事业。当他上高中时，茨威格后来在他的书《赢在华尔街》（*Winning on Wall Street*）中写道，他已下定决心将通过投资股票，成为一名百万富翁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数百万人在这个年龄有相似的决定，但他们中的大部分都没有能够持之以恒，而茨威格做到了。他开始更加关注这个市场。很快，他所拥有的股票知识让他的老师都感到震惊。那时茨威格还在上学，他购买并卖出了很多股票。作为一名毕业生，他在股票分析领域进行了开创性的研究。不久之后，他达到了自己在高中时定下的目标。实际上，你可能会说他超过了这一目标，不仅仅成为了一名百万富翁，同时也成为了《福布斯》宣称的纽约市最昂贵住宅的拥有者，这是一座世界排名第八的房子——一套坐落于曼哈顿皮埃尔酒店顶层价值 7 000 万美元的豪华套房。

假如他能够在更小的年纪就迷恋上获得高于这个市场的收益率，可能茨威格会成为世界上最好的投资者。“我记得，”他在《赢在华尔街》中写道，“当时我有一股去学习关于股票市场知识的惊人愿望并成功地驾驭它，可能这种渴望与那些登山者征服山脉的动因有些相似，仅仅因为他身处那样的环境……在很小的时候我就希望能站在股票市场的最高峰，可以这么说，这是一种我无法抗拒的挑战。”

茨威格强烈的愿望和雄心可能是与生俱来的一种礼物，但他在股票市场的成功——他基于风险调整报酬率研发的股票投资简报，据《赫伯特金融文摘》（*Hulbert Financial Digest*）检测称，15 年来稳居排名第一名——不是简单的依靠天生的能力，更重要的是依靠对投资策略严谨细致的分析、坚持研究的能力。在这一章，我们将向你展示通过努力工作和自身的原则，你也能够驾驭这些策略。

马丁·茨威格是谁?

在我们更深入研究他的策略之前，不管怎样，我们要详细研究一下马丁·茨威格，作为华尔街最富有的人之一，他是我们追随的最具风采的巨匠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不节俭

我们已经讨论过这些投资巨匠中的一部分——本杰明·格雷厄姆、沃伦·巴菲特、约翰·内夫，虽然他们有巨大的资本净值，但他们仍保持适度的生活方式。茨威格却并不介意花钱，他有收集一些有趣并且昂贵的玩具的嗜好。《华尔街日报》一篇文章曾经指出茨威格是一位有关好莱坞、运动品、摇滚乐等奢侈品的主要收集者。他有 Buddy Holly 的吉他，电影《警探哈里》(*Dirty Harry*) 里的枪，《逍遥骑士》(*Easy Rider*) 里的摩托车，还有迈克尔·乔丹在芝加哥公牛队新秀赛季中穿的运动衫。

还曾有报道说，茨威格购买过价值 52 000 美元的台球桌，他的办公室"可能也是富裕阶层的托儿所中心"。根据《金融世界》数年前报道的两篇文章称（在 www.streetstories.com 网站能查到），在茨威格的"托儿所中心内部"，你能够发现巨大的交通灯，在窗台上完全地亮着；一个五脚的牙刷，茨威格的朋友们以此来取笑他时常象刷子一样来来回回穿梭于国家一级公路上；一个花了一美分购买的警车顶灯器（如果你很好，茨威格会帮你付这一美分）；还有一个 1950 年的自动点唱机在午夜经常大声地鸣响着。茨威格的收藏兴趣非常广泛，从具有历史意义的东西[许多旧股票认证书，包括一个范德比尔特（Vanderbilt）签署过的认证书]到怀旧的东西（举个例子，两个过时的气泵，和他在克里夫兰长大时在附近汽车站看到过的一样）都有。

茨威格，出生于 1942 年，让他感受到快乐的是，他一直在努力工作——非常努力——使他拥有很多喜爱的奢侈品。他毕业于著名的宾夕法尼亚大学沃顿金融学院，获得了经济学学位。这是他唯一申请的学校，他写道，因为这是"这个国家最好的本科商学院"。从沃顿毕业之后，他学习了"所有能上的股票市场课程"。茨威格收到了迈阿密学校工商管理硕士的通知书，两年以后他又从密歇根州立大学获得了一个金融博士学位，专业是股票市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在获得学位证的同时，茨威格同样因他的研究所表现出的洞察力获得了认可。当他在写论文的时候，他研究发现了看跌/看涨比率（puts-calls），一个现时流行的指标，用来衡量有多少人购买期权和多少人放弃期权，预测市场的顶端和底端。这一发现预示着茨威格清晰的学术研究之路开始了，如何使用许多市场和经济指标来预报总体市场的交易行为，这些使他变得精通股票市场，并且名声在外。（在这一章的市场时机选择方法中我们将进行更加深入的讨论。）

在他完成了求学之后，茨威格从事了两种不同的工作，在纽约城市大学里教授金融课程，之后到芝加哥期权交易所委员会的集团里当顾问，主要是给 E. F. Hutton 公司新的经纪人教授期权知识。然后在一个小的经纪公司工作，在那里一位老朋友邀请他成为一名顾问。1970 年，在他获得博士学位之后的一年，茨威格写了一封信给《巴伦》周刊，主要是对一封推荐信的评论，这封推荐信被茨威格称为买美国电话电报公司（AT&T Corporation）股票的“二流经纪公司”，《巴伦》周刊很喜欢茨威格这封信并且发表了，最后证明茨威格是对的。茨威格在他的书中解释说，结果证明这个市场以及美国电话电报公司都在市场的低部，需要等待一个更好的买入时机（他补充说经纪公司推荐销售的股票在一个月之后从市场上消失了），茨威格写了很多文章给《巴伦》周刊，做出了很多成功的市场预测。给《巴伦》周刊写信，原先以为这是个毫无结果的努力却为他打开了成功的大门。

同时，茨威格工作的经纪公司要求他使用《巴伦》周刊的作品作为一个平台为客户写推荐信。在他开始写推荐信的不久之后，渐渐地与制度相接轨，公司却渐渐下滑，一个合伙人被指控贪污 200 万美元。

毋庸质疑，这是个糟糕的停工时间，但是在公司消亡之后茨威格为《巴伦》周刊工作变得更加方便。茨威格希望继续写他的推荐信。他开始联系那些回复《巴伦》周刊文章的读者，询问他们是否对接收他本人的股票推荐信感兴趣。他在短短几个月内拥有了 40 位订阅者，《茨威格预测》（*Zweig Forecast*）应运而生。

当茨威格开始写评论时，他同样在不断地学习，他的另一种激情，是在爱纳大学（Iona College）作为助理教授工作了 7 年。《茨威格预测》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时也继续前进，事实上成为了这个国家具有很高盛名的简报之一。据《赫伯特金融文摘》检测称，15 年来稳居排名第一名，他在那时创下了一个 15.9% 的年度回报率。

在他做《茨威格预测》简报的同时，茨威格也将货币管理一分为二，他引入了第一个双向基金——茨威格基金。1986 年，《赢在华尔街》出版了，他的第二个基金——茨威格总收益基金在 1988 年被引入。茨威格在 1998 年将他的一些双向基金卖给了他的投资合伙人菲尼克斯投资合伙公司（Phoenix Investment Partners）。现在，他作为茨威格咨询公司，茨威格基金资产分配策略和茨威格总收益基金的主席，这些封闭型基金仍然在菲尼克斯的管理之下（现在是公共的贸易公司，称为菲尼克斯公司）。根据 stockpickr. com 的报道，茨威格同样也是茨威格困境合伙公司（Zweig Dimenna Partners）的创建者，一个纽约数十亿美元的对冲基金。公司的国际基金在《巴伦》周刊 2008 年 4 月公布的世界 75 位最好的对冲基金列表中位列第 15 位，有一个三年 37.4% 的收益率。这个基金同样在 2007 年达到了惊人的 79.1% 的回报率，尽管股票市场在这一年历尽坎坷。

保守增长策略：收益、收益和更多收益

我们知道，茨威格有收集奢侈品的爱好，他在《赢在华尔街》中指出，花费一些时间选择一些昙花一现的股票能给你充足的时间和丰厚的回报。但是不要总是思考将茨威格的方法类型套用进去，他选择股票的方法是非常严谨的，并且由于他投资的公司在很多方面都很强大，特别是创造收益方面的能力，事实上，在基于茨威格策略的模型中 10/13 的标准涉及收益。茨威格的理念中，从许多不同的方面彻底寻找那些收益是我们称其为“保守”增长投资者的主要原因。

茨威格的收益驱动理论缘于价格收益比率，即市盈率，这是我们以前讨论过的很多大师曾经用过的一个可变量，茨威格对市盈率的使用不同于他们。然而，他设定了这一变量的绝对最小值，倾向于投资市盈率小于 5 的公司，因为他考虑这些公司的市盈率可能比那些弱小并且不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运用投资者资金的公司要低。

作为一名成长型投资者，茨威格希望能购买到具有较高市盈率的股票，但对于具有过高市盈率的公司同样需要注意。如果市盈率高于市场平均值的3倍，他不会购买此股票；或者不能高于43，不管市场的市盈率到底是多少。

市盈率是茨威格在《赢在华尔街》中详细说明的一个极为重要的标准。不过，这也只是冰山一角而已，他还关注短期盈余趋向，从而试图获悉本季度的积极盈余与消极盈余（与去年同季度的数据做比较，茨威格一向是把本季度的盈余与上一年同期的季度盈余做比较，而非上一个季度，以排除季节浮动因素）。此外，长期盈余也是他关注的一个焦点，他要求每股盈余增长率应在15%以上，最好是超过30%。另外，他想要公司的营业额长期增长下去，所以，在过去5年里每年每股收益值一直在增加的公司是他青睐的对象。

茨威格对每股收益关注的另一个非常重要的指标是，他不仅仅关心公司的盈余是否持续增长，他还希望它们的增长率会逐年提高，因而，当增长率出现衰退迹象时，他们不会再执行收购。因此，本季度的盈余增长率（也是与去年同季度做比较）必须比长期增长率和过去三个季度的平均增长率高。（本季度每股收益单股增长率可能会比过去3个季度的平均值要低，不过，只要能保持30%的增幅，那也是比较可观的。）

股市追踪

在马丁·茨威格所著的《赢在华尔街》中，茨威格认为，在选择股票方面大致有两种方式，这便是他所描述的“猎枪”式与“步枪”式。

猎枪式是从大量的股票中收集公开的、有价值的数据，之后，通过自己的投资标准来筛选数据，看看哪些数据能通过，这便是猎枪式应用的方法。相反，步枪式则是从少数的股票中进行彻底而又仔细的分析，不仅观察基本信息，还深入研究观察会计工作、管理变更、税法变更以及其他各种各样的经济因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

茨威格写道，对于大多数投资者而言，旷日持久的步枪式方法并不合适。他补充说道："说实在的，我自己对这种方法也不太满意。我更喜欢猎枪式的方法，因为通过这种方法，我可以系统地了解到数千家公司的状况。"

我们也认为猎枪式是大多数投资者不错的首选，除了耗时较少以外，这种"与数字打交道"的方法还具备另一个重要的优点，即从数据分析及长远来看，某些特定的基准会产生特定比例的胜率，这是已得到证实的。例如，茨威格的系统方式有3/8的内错率，"也就是说，我选择的8只股票中会有3只，或是有38%的几率表现落后于市场。"这就意味着62%的股票跑赢市场（就是单只股票所体现的精确度），茨威格称其为"非常不错的击球率"，并表示"我想步枪式是无法做到这点的。"

当然，即使一项战略有62%的精确率，也不能保证你从10只股票中任意选择的6只都会赢——有时几率会更大，有时几率会更小。不过，茨威格和我们创建了一个方法，即通过足够多的股票创建一个投资组合，并长期信守一项合理的战略，随着自己的意愿进行投资，你将会估算出这个战略的历史精确率。是的，通过只关注数字的筛选系统，当非基本因素导致股票起伏时，你将庆幸自己能够从容地回旋，做出取舍。当发现使用步枪式的投资者无法做到全身而退时，你会觉得自己更加幸运。而当你调查不了公司所有细节，似乎要对自己的投资决定宣告放弃时，你往往会反其道而行之，你将不会跟随自己的直觉而是凭借年复一年冷冰冰、硬邦邦的数据来做决定，这对于理财而言，是一种更切实可行的方法，只要你愿意把这个方法长期坚持下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果销售业绩停滞不前，请不要下水

茨威格获得的盈余远远超出了公司账面上的登记，并且开始产生利润。茨威格的一个重要理念在于，要让盈余增长进行到底，就必需依靠销售增长来拉动。他认为，节流措施及其他非营销举措只能维持一时，当公司需要增加其销量来保持利润增幅时，这些举措就会被放之一边。茨威格并未说明究竟有多少盈余应该靠销售来拉动，所以，我们不得不按照自己的思维对此做一番解读，销售增幅量应至少占盈余增长的85%。

由于茨威格想要利用销售来拉动与加速盈余，希望销售增长也能加速的想法也就不足为奇了。他希望当前季度的销售增长（与去年同季相比）比前一季度的要多（也是与去年同季相比）。

茨威格还创立了股本负债率，一种与盈余有关的方法，尽管它们表面上看毫无关联。茨威格表示，负债能把盈余引入歧途，一家公司背负巨债则意味着它拥有巨款定息支付，一旦业绩下滑，势必会削减利润。在此，茨威格做了一个非常聪明的结论，负债多少因行业而异，我们基于他的方法的模型是以公司的股本负债率低于其行业平均水平为前提的，这种负债标准也是一个例证，证明为什么茨威格被认为是“保守增长”的投资人。

还有一个领域茨威格在研究股票时比较关注，这个领域与盈余无关——他认为那些在公司工作的人对本公司业务最了解，如果他们中有很多人一同出售股权（又没人收购），那麻烦就大了。相反，如果他们中有很多人一起购股而又没人卖的话，那将是个好兆头。这种方法要求公司必须至少有3个内部人员购股，而且同时无内部人员售股。

关于指标

茨威格提出的可拓展的基本方法不仅能用于选择个股，重要的是还能为众多经济和技术指标提供强有力的依据。在这些指标中，利率尤为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要，它是茨威格在书中提出的几个关键点之一，并强调投资者“别与美联储作对”。茨威格观察到当美联储开始收缩货币供应并调高利率时，这就是下弯处很可能出现熊市的指标。投资情绪指标在熊市前就会下跌，至少他是这样阐述的：“长期投资情绪指标在达到峰值前或峰值附近时往往会下跌，大量的股票增发和发行，大量的公众购买，大量的投机买卖可能会使股票市场被高估，也可能没有。如果被高估则有促进作用，仅仅依靠大量投机买卖来阻碍市场是远远不够的。”

基于对各种指标的研究，茨威格将调整他在股市的投资方案。下面是茨威格在书中论述的一些关键指标的示例：

- **贴现率** 茨威格说：“贴现率或法定准备金比率的升高会使行情下跌，反之则会使行情上涨。”通常，利率上升会使股票价格下降，而利率下降会使股票价格上升。茨威格认为贴现率是与心理素质息息相关的滞后的利率指标。当贴现率与联邦基金率的变化趋势一致时，联邦政府会改变贴现率。贴现率有利于确定联邦政府的现行政策。
- **分期偿还债务** 这是茨威格重点论述的另一个问题。若分期偿还债务增加迅速，则消费者会产生大量借款，这也就增大了利率的压力，茨威格认为在经济回升期间，这意味着我们正处于回升期的后期，对股市不利。分期偿还债务率的下降表明由于借款减少，利率压力减小，所以分期偿还债务率的下降是有利的。这种情况通常发生于经济衰退甚至衰退到极点的时期。

茨威格提到：“当分期偿还债务的逐年变化持续下降并降低到9%以下时，这给我们提出了一个买入信号；当分期偿还债务的逐年变化持续上升并达到或超过9%时，这给我们提出了一个卖出信号。”

- **基本利率** 基本利率是银行给予最佳客户（例如主要公司）的支付利率。银行给予其他类型贷款的支付利率以基本利率为基础。当基本利率的峰值低于8%时，茨威格建议在基本利率削减之初买入（这意味着基本利率不会因为削减而低于8%）。如果基本利率的峰值达到8%或更高，需要两次削减初始利率或一次削减1%的利率以获得买入信号。如果基本利率谷值等于或低于8%，初始上涨是卖出信号。如果基本利率的谷值低于8%，需要两次上涨或一次上涨1%的利率以获得卖出信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

茨威格运用了以上三个指标——联邦贴现率和法定准备金比率、分期债务、优惠利率来阐述他所谓的货币模型（Monetary Model）。他还有另一种基于价值线几何指数的模型来估测市场动量，也就是他过去常常与股票市场的趋势同步。趋势是你的朋友——这是茨威格钟爱的座右铭，一年中整个市场的趋势仅发生几次改变。

然而，茨威格的“别与美联储作对”理论往往和“别与趋势作对”（趋势是你的朋友）相冲突。我们想知道该如何解决这个冲突，答案就在他 1992 年 6 月的简报上，他这样写道：“趋势优先于联邦政府。”而后茨威格给出重要结论——将货币模型与动量指标相结合，研发出一种超级模型。

茨威格重点强调了指标模型。事实上，在《赢在华尔街》中他写道：“在几个主要趋势中选择正确的来赢取股票市场的巨大利润。我坚信不要迎着风浪游泳，在择时模型处于熊市时，我很少推荐购买股票，而在牛市时很少推荐卖空……这个观点就是和市场保持一致，和趋势做对是自取灭亡。”（最主要一点是茨威格一边专注于与外界市场保持同步，一边告诫自己努力预测精确的市场高峰与低谷，这一点是别人怎样也做不到的。）

当我们主张大多数投资者应该避免时间选择策略时，茨威格却用大量的数据和研究来支持他的时间选择策略。他不仅是凭着预感和猜测来进入或跳出股市，更重要的是他有一套历史数据证明的详细体系。正如之前所说的，遵循茨威格指标将带来极多的时间和极大的能量，这也是多数投资者所需的，我们坚信基本完全投资策略是投资者成功的最佳方法，因为我们基于茨威格策略的计算机模型遵循茨威格方法的特有股票部分，很快就会得到证明，我们的信念将起到极大作用。

茨威格拓宽政策中最后几条涉及投资者的总体思想。“你已经拥有了自己认为适合的体系或方法，”他曾经这样告诉股票与商品投资者，“我永远不可能是一个全部推行投资的管理者，沃伦·巴菲特已经做了很多年管理者，并且比任何人赚到的钱都多，但我不可能这样做。你需要一个体系，并且一旦拥有了它就坚持你能做的，不要尝试不属于你的东西。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

茨威格也指出了关于预测的关键点。许多人认为伟大的投资者总是或几乎总是赢家，但茨威格指出，总是正确或几乎总是正确在股市中是非常不现实的。“我经常发现股市很有趣而且充满了惊奇，或许那是因为地球上没有人会完全了解股市，没有人能永远正确或者大部分情况下正确，”他写道，“但是你可以做到正确的时候比错误的时候多。如果在60%的情况下正确，控制收益，减少损失，你会发现正确的时候非常正确，错误的时候只是轻度的错误。从长远来看，60%的成功概率转化成巨大的收益，50%的成功概率转化成稳定收益，甚至40%的成功概率也可以获得高于市场平均数的收益。”无论是否遵照茨威格政策或其他经过验证的方法，这一点是需要记住的。

茨威格的策略：步步剖析

业绩记录： 根据15年的检测结果，茨威格的股票推荐简报平均每年收益15.9%。在《赫伯特金融文摘》的风险调整收益中当时名列第一。

风险： 风险中等甚至更低。当茨威格还是一个成长中的投资者的时候，他用了一种全面而多角度的方法来分析收益以确定公司继续发展的可能性，他还分析价值型变数如价格收益和负债与权益比率以降低风险。

投资期： 中期到长期。

努力程度： 很低。

茨威格方法有很多变数，是我们用得比较详细的方法之一，很多标准都是围绕着茨威格最关注的一点，即公司利润而设定的。但是他也考虑别的方面，从债务到内部交易他都审核。来看看我们根据他的著作建立的模型怎样运作。

注意：如果你想买成长股并且持有几年，茨威格提供了一个策略。事实上，关于成长股，他比林奇更有选择性。他们的一个主要不同之处就在于：茨威格更爱精挑细选。如果你登录我们的网站 www.validea.com 去查看被认可的股票，你就会发现，相对来说，被茨威格模型认可的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票比被林奇的方法认可的少些。

收益：成本和资源

尽管茨威格非常关注公司的利润和成长，但是他并不从真空里看那些因素。他要确信公司没有为产生的利润付出太多，并且公司利润的增长是可持续的，能够推动销售。下面是他衡量一只股票是否符合要求的标准。

市盈率 一个公司的市盈率至少为5。茨威格希望公司能够以至少数值为5的市盈率来淘汰弱小公司。这是茨威格与众不同之处。我们谈论的策略中没有其他哪个是设定了最小市盈率的。茨威格这样做是因为他发现，从实际意义上讲，很低的市盈率表明公司很弱。稍微提高点市盈率，那其股票就有很大的风险。不管市盈率的行情怎样，千万别买市盈率超过43的股票。

税收增长与每股收益增长的关系 税收增长一定不能大大低于利润增长。茨威格的理由是：随着利润的增长，销售额一定会相应地增长，甚至增长得更多。我们所说的“大大低于”是指低于销售额的85%。虽然当销售额以高于30%的速度增长时，我们会觉得这并不很重要，但是理想的状态是这种增长率可以持续3年时间。

销售额增长 茨威格认为另一个关于销售额增长的重要问题是季度销售增长率必须呈上升趋势。为了评估这点，请看从一年前的季度到最近报道的季度的变化。再看前一年同期的季度和前一年同期的季度的变化。然后比较这两种变化。前者比后者的销售增长率大。换句话说，销售额在不断增长。注意茨威格在这里并没有比较连续季度的增长。他总是把一个季度和前一年的同期季度相比较，以此来减少季节的影响。我们的模型里也正是这样做的。

收益稳定性

茨威格从各种角度审核一个公司的利润值，其中的三个角度是利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趋势的稳定性，利润的持续性和利润的增加。

利润的趋势 茨威格要确信一个公司的近期利润很大，并且在不断增长。下面三个测试是基于茨威格的著作而研发的，它们可以判断一个公司是否拥有这些优势。

1. 当前季度收益 根据茨威格模式，第一标准是目前每股收益为正。

2. 一年前的季度收益 其次，一年前的同季度的每股收益必须为正。

3. 本季度的正收益增长 最后，衡量收益增长的稳定性，茨威格说本季度与上一年同期的收益增长比率必须为正。

增长持续性 除了近期收益强势增长外，茨威格要求公司能够长期稳步发展。包含了下面三个基于其著作的测试的茨威格模式可以说明这点。

1. 年收益的持续性 茨威格认为，公司年收益必须持续增长，要做到这点，一个公司的收益必须连续增长5年。这就是非常项目在前5年的每股年收益增长。在我们的茨威格模式里，如果除了一年不增不降外，其余各年都增长，这也不算坏。

2. 过去几个季度的收益增长 为了确保一个公司的收益在过去两年是持续增长的，茨威格模式把过去4个季度的收益增长率与每股收益长期增长率进行比较。过去4季度中任何一季度的收益增长至少应是每股收益长期增长的一半。如果一只股票有一个季度甚至多个季度增长很少，就是不到我们说的长期增长率的一半，就不要考虑买这只股票。

3. 长期每股收益增长 最后一个收益测试要求：长期收益增长率至少在每年15%以上，如果有哪年超过30%，这个情况例外。

收益增速 最后，茨威格不仅希望一个公司的收益增长，还希望这个公司的增长率也增长，就是说，他希望增长加速。下面两个测试仍然是基于茨威格的著作制定的，它们说明了我们的基于茨威格策略的模型是怎样确定一只股票是否具有收益增速这个特性的。

1. 比较本季度和前面3个季度的每股收益增长。茨威格确定收益是否增长的一种方法就是把这一季度与上一年同期的增长百分率进行比较。如果结果大于前面3个月与上一年同期平均收益的百分比，那么这只股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票就通过了测试，因为其收益增长在加速。否则，这个公司不符合茨威格模式的标准。这里还存在一个例外：如果本季度与上一年同期的收益增长比率超过30%，那么这只股票也通过了测试，因为那也是非常高的增长率。

2. 比较本季度的每股收益增长与历史增长　在我们茨威格的模式里，本季度的每股收益增长率一定要大于历史增长率。

固定金融　乐观炒股

这句话总结了茨威格模型的收益率。除此之外，他还审核了很多收益以外的领域。

总债务—股本比率　茨威格认为，非金融公司不能负债太多。（金融公司不使用这个测试，因为他们常常因为商业性质需要贷大量的款。）如果业务下滑，巨额债务产生的高额利息对公司极为不利。如果一个公司确实欠债很多，投资者可能就想抛售出那个公司的所有股票。茨威格注意到总债务—股本比率因行业不同而差异很大，它们不像其他项目，公司的总债务—股本比率与其行业平均的比值并不是一个绝对的，也不能确定一个公司是否负债累累。

内部交易　在我们的茨威格模型里，如果在三个月里内部员工购买股票达到三次及以上并且从未有卖出，这种内部交易会增加股票的吸引力。

三个月里三次及以上内部卖出而没有买进的内部交易是抛售该股票的一个信号，会降低该股票的吸引力。如果很少人买进而且内部人员都在卖出，彼得·林奇认为不管售出的原因何在，这都不容乐观。不过林奇认为内部售出很正常，因此没有必要关注太多，可是茨威格并不这样认为。不过他们都认为内部买进是很好的兆头。

基于茨威格策略的模型之业绩表现

茨威格策略是我们最初的八大策略之一。自从2003年我们开始使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以来，它一直都是我们最好、最稳定的指导者。从我们的10只股票组合建立以来已经收益114.0%，比标普500的21.4%的收益率要高出5倍多。它是2003—2007年间每年都在股市脱颖而出的两个最初模式之一(2003年中途开始走俏)。最走俏的时间是在2004年，它上涨了一个让人记忆深刻的数字——54.8%，比同年标普上涨的9%高出了6倍多。它最萎缩的一年是2007年，但即便那样也仍然看好，涨了5.2%，比起标普上涨的3.5%来，它还是很有优越性的。

茨威格模型清单里排名最前面的股票似乎都特别值得看好。虽然我们更大的茨威格20只股票组合的收益就比10只股票组合的少得多，但是前者自从建立以来也已经上涨了90.2%，这比同期标普21.4%的涨幅高了4倍多。

由于这是我们更关注成长策略中的一个，因而它比我们其他模型有更高的收益就不足为奇了。10股组合贝塔值是1.24，而20股组合是1.23。不过考虑到这个模型产生的收益，其波动似乎只是很小的代价(见表7—1)。

茨威格模型将在很多不同领域被认可。例如，近年来金融和能源公司在他的清单上排名很靠前。也许正如你期待的增长策略，茨威格投资组合并不趋向于长期持有某股。通常持有一只股票几个月，自然，如果这支股票持续走高，这就明显不利。

表7—1 模型投资组合风险和回报统计

	10只股票	20只股票	标普500
年收益率	16.4%	13.7%	4.0%
总收益	114.0%	90.2%	21.4%
最佳整年	2004年54.8%	2004年41.5%	2006年13.6%
最差整年	2007年5.2%	2007年1.1%	2005年3.0%
贝塔值	1.24	1.23	1.0
精确率	57.1%	55.5%	N/A

注：收益统计自2003年7月15日至2008年7月15日，欲寻更多的披露和解释，请见附录A。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

茨威格的主要投资准则

◇ 选择既不很高也不很低的市盈率。

◆ 确信财务收入与3年每股收益增长率同等增长。

◇ 查找往年的销售增长。

◆ 选择本季度收益正增长的公司。

◇ 选择在前几个季度收益增长至少为长期增长率的一半的公司。

◆ 比较本季度与前三个季度的每股收益增长，不要涨速慢的。

◇ 比较本季度与每股的历史收益增长。

◆ 选择收益在过去5年里都持续增长的。

◇ 选择长期每股收益增长率至少在15%以上的。

◆ 尽量选择无债务或债务与权益比率很低的公司。

◇ 选择内部买进不卖出的。

◆ 关注经济，尤其是美联储的行动，当联邦经济增长时风险就很小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三部分

大师背后的大师

俗话说："人多势众，量大保险。"詹姆斯·欧沙那希、乔尔·格林布拉特和约瑟夫·皮奥特洛斯基对这句话有了新的诠释。在投资过程中，这三位大师坚持严格依靠数字（即股票基本面）来分析利弊，而不采用主观的方法来权衡，如分析师报告、经济趋势、个人对一个公司产品或服务的感觉等。为此，他们很有理智地建立数量方程式，利用近乎冷酷的事实，指导自己的投资决策，而采取量化过程也要比大多数情绪化投资者更安全。在书中，你找不到预感、猜测，也找不到投机，只能看到大师们对于量化系统的专注和奉献。事实证明，从长期来看，如果你一直坚持，量化系统势必会成功地发挥作用。量化系统虽不是最优的策略，三位大师也不是最有魅力的专家，但在股票市场中，这三位大师始终是业界翘楚。自从股市产生以来，他们的成果很少有人能匹敌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第8章　詹姆斯·欧沙那希——他让“交通标志”标准化

从本质上说，数学不是把简单的事物搞复杂，而是把复杂的事物简单化。

——斯坦利·古德，数学家、作家

由于现代科技的发达，今天，普通投资者也可以到很多网站上运行炒股软件。而在以前，这些操作只能由大型投资公司来完成。你可以设定目标收益、债务、股本回报率、利润率以及其他一系列的基本标准，并通过点击鼠标，从市场上数以千计的股票中，找到满足要求的那只股票。

然而，大多数炒股软件不会告诉你，经过一段时间之后，你所采取的策略运行情况如何。当然，如果能找到一只股票——市盈率小于1.0、利润率至少5%、股本负债率不到10%，这样的股票看上去当然不错，但从长期来看，投资这些符合标准的股票真能带来高于市场平均水平的回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报吗?

尽管有很多不同的方法可以组成许多不同的可能有序排列，但并没有一种真正的方法可以让你了解到你所做的每一次选股的以往业绩。如果说有人接近成为这样的选股先知者，那么这个人就是詹姆斯·欧沙那希（James O'Shaughnessy）。在 1996 年出版的《华尔街股市投资经典》（*What Works on Wall Street*）一书中，詹姆斯·欧沙那希详细阐述了历史上最能够深入量化股票市场的工具，其中之一就是用标准普尔高性能计算机数据库测试了从 20 世纪 50 年代到 90 年代中期逾 40 年里许多不同的拣股方式的表现。詹姆斯·欧沙那希研究了自二战以来，大盘股、小盘股、高市盈率、低市盈率、强现金流、弱现金流以及其他很多因素（包括一些综合因素）是如何影响股票表现的。根据书中的记载，他的研究使那些详尽的计算机历史数据第一次被一位外界研究员共享。

除了弄清楚某些策略在获得长期回报方面是如何发挥作用以外，詹姆斯·欧沙那希的研究也使他发现了他所研究的每一种策略的风险性和不稳定性。在研究了各种各样不同的方法之后，他发现了一种具有风险调节功能并能够产生最佳回报的策略——也就是他所称的“联合基石”（United Cornerstone）策略。

“联合基石”方法，也就是我们用来建立欧沙那希模型的工具，实际上是欧沙那希试验的两个独立模型的结合，一个是成长关注型，一个是价值关注型。他研究的“成长方法”——“基石成长”（Cornerstone Growth）方式能够产生比他的“基石价值”（Cornerstone Value）方式更大的回报，但是风险稍大一些。“基石价值”策略产生的回报要稍低一些，但是波动较小。因此，把两者结合起来就能产生强强联手的额外效应。在 1954—1996 年这段时间，联合策略的平均复合回报率是 17.1%，轻松击败同期标准普尔 500 指数 11.5% 的复合回报率，同时也保持了相对较低的风险水平。当复合超过 42 年时，5.6% 的利差是巨大的：如果你用欧沙那希研究的“联合基石”方法在 1954 年的第一天投资 10 000 美元，则在 1996 年最后一天你将得到将近 7 600 000 美元的收益——远超过同期你将 10 000 美元投资于标准普尔指数所获得的最终回报 6 600 000 美元。这就强有力地证明了股票价格不能作为有效的投资参考建议给那些市场信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

徒们——使他们周旋于“随机游动”，但是，就像欧沙那希写的那样，这是“一个有意义的大踏步前进”。

詹姆斯·欧沙那希是谁?

詹姆斯·欧沙那希出生在明尼苏达州圣保罗市，并在那里长大成人。他曾就读于乔治敦大学外交学院，主修国际经济和商业外交，并拥有明尼苏达大学经济学学位。现在，他担任欧沙那希资产管理公司（OSAM）的主席、行政总裁和首席投资执行官。OSAM 位于康涅狄格州，为机构投资人和高净值投资客户提供财务咨询服务。截至 2008 年 3 月，该公司管理了超过 90 亿美元的资产，采用的方法都是基于欧沙那希研究成果的 15 个定量策略（不同的策略对应于不同类型的股票，如小市值的股票、中等市值成长型股票或者国际化股票)。OSAM 先是隶属于贝尔斯登资产管理公司，11 年后也就是从 2008 年 4 月 1 日开始，OSAM 成为独立公司。在创办 OSAM 之前，欧沙那希在贝尔斯登资产管理公司担任系统股票主管，也是该公司的一名常务董事。现在，他居住在康涅狄格州，已婚并有三个孩子。

除了资产管理公司，欧沙那希还管理一些投资于美国股市的加拿大共同基金。欧沙那希虽然对近几十年的股市回报做出了全面研究，然而有关这些加拿大共同基金的业绩记录，更进一步提高了他的投资方式的可信度。根据晨星公司所提供的数据，截至 2008 年 4 月中旬，他所管理的 RBC 欧沙那希美国成长型信托基金，在 10 年内的平均年回报率为 6.4%，是比较基准——罗素 2000 指数 TR CAD 的 4 倍。另外，根据晨星公司所提供的数据，RBC 欧沙那希美国价值型基金在 10 年内的平均年回报率为 4.5%，而同期该基金的比较基准——标准普尔 2000 指数 TR CAD 的年回报率仅为 0.2%。

正如欧沙那希的创新性研究一样，欧沙那希本人也有着极富创造性的一面。除了著有《华尔街股市投资经典》(此书也经过了更新，最新版本是 2005 年版)，他还出版了《像冠军那样投资》（*Invest Like the Best*）、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《如何富足退休》（*How to Retire Rich*）、《预测未来市场》（*Predicting the Markets of Tomorrow*）三本书。几年前，互联网刚刚开始繁荣时，欧沙那希还创立了一个极具吸引力的网络业务——Netfolio.com，在这个网站里，投资者可以创建自己的个性化共同基金。然而，当互联网泡沫爆发时，Netfolio 也停止了运营。

尽管结果是有风险的，但欧沙那希至少在一个方面刷新了投资领域的历史：他荣耀地成为第一位在投资策略方面获得专利的人，1999 年 11 月 2 日他获得美国“自动化投资管理策略”专利，专利号为 5978778。

联合基石投资：准则优先

虽然欧沙那希的方法是纯定量的，但是他的一些最重要的经验就是：少一些明确的标准，多一些一般投资者应有的心态。欧沙那希一再强调的观念就是，如果你想战胜市场，你必须挑选一个策略并坚持下去，不管发生什么，这也许比任何事情都重要。在《华尔街股市投资经典》中，他写道，为了战胜市场，至关重要的就是你要坚守你的准则：“坚定地、耐心地并毫不犹豫地固守一种策略，即使它与其他方法相比效果不好时也要如此。”

就像我们研究的其他一些大师一样，欧沙那希认为情绪或许是投资人最大的敌人，因为恐惧、焦虑和兴奋的感觉可能导致投资者放弃其长期计划中的热点策略或热点股票转而追寻金融“海市蜃楼”。“我们是矛盾的统一体，”他说，“当那些可能使我们感兴趣的东西严重干扰、破坏我们成功投资的能力的时候……对积极策略准则的坚守也就成为决定投资绩效好坏的关键。”

10 年后，他的自始自终坚持某种策略的观念也没有改变。当他的公司脱离贝尔斯登时，定量化策略是欧沙那希带走的极少资源之一。2007 年 10 月的一篇文章曾写道：“贝尔斯登经理带着那些完整无缺的投资策略离职了。”路透社记者丽拉·祖尔援引欧沙那希的话说：“华尔街制胜秘诀——就是严格坚持那些已经在各种不同的市场环境中被证明是有效的基本策略。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于股票配置问题

对欧沙那希来说，准则的重要性不仅仅体现在你挑选个别股票的方式上（接下来，我们将会详细描述欧沙那希的选股策略），还体现在你采用什么样的方式来选择你所关注的股票类别上。2008 年 4 月，一篇名为《寂静风暴》（*The Silent Storm*）的文章刊登于欧沙那希资产管理公司的网站上（文章网址：www. osam. com / commentary. php）。文中，欧沙那希发挥自己在事后检验方面的优势，向读者展示了一个系统的、严格的资产配置办法如何产生可靠的结果，即便在本世纪的第一个 10 年——他指出，这个时期是大公司股票从 1900 年至今（2008 年 2 月）以来第二糟糕的时期，也是大型成长股自 20 世纪 30 年代经济大萧条以来最为不景气的时期。

首先，欧沙那希分析了他所称的“典型通用型 401（k）配置”策略，即提取资金总额的 50%，投资于大盘“核心”股票，使用标准普尔 500 指数做代理；提取资金总额的 40% 投资于大市值成长型股票，使用罗素 1000 成长指数做代理；提取资金总额的 10% 投资于小盘股，使用伊博森小盘股做代理。2000 年 1 月据此投入资金总额 100 000 美元，每年进行调整重新按照比例配平，这一资产组合每年将损失 2.9%，在考虑通货膨胀之后，原始投资额将减少至 78 614 美元。

接着，欧沙那希研究了他在《预测未来市场》一书中推荐的两个配置方案的表现。首先，他“保守”地推荐，将 60% 的资金投资于大市值股票，使用罗素 1000 价值指数做代理；而后，将 25% 的资金投资于小盘股，使用伊博森小盘股做代理；再将 15% 的资金投资于大市值成长型股票，使用罗素 1000 成长指数做代理。在同一时期，这一资产组合每年将获得 2.32% 的收益，在考虑通货膨胀之后，原有 100 000 美元的原始资金，将增加至 120 600 美元。

最后，欧沙那希研究了在《预测未来市场》一书中推荐的最佳资产配置方案，即 50% 的资金投资于大市值股票，使用罗素 1000 价值指数做代理；35% 的资金投资于小盘股，使用伊博森小盘股做代理；15% 的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金投资于大市值成长型股票，使用罗素 1000 指数做代理。在相同的时限内，从 2000 年 1 月至 2008 年 2 月，这一资产组合每年获得 2.69% 的收益。欧沙那希称，考虑通货膨胀之后，原始资金将增至 124 230 美元，而在这期间股市整体低迷。在《寂静风暴》一文中，欧沙那希这样写道：

如果投资者在过去 8 年里坚持不懈地遵循一个简单的资产配置计划，那么他会在市场最糟糕的 110 年间获得合理的回报！如果他只是在每年初用一个小时来重新调整投资组合使其回归目标配置，那么他会设法回避市场大规模崩溃的风险。听起来很简单和易理解，但许多投资者几乎不可能有时间来按照这个简单的建议行事。我们正生活在一个热血沸腾的世界——大字标题上的呐喊正警告着我们；专家不断提供无穷无尽的建议，告诉我们哪些股票是现在的热点，我们觉得不知所措，因此我们要么什么也不做，要么就是在最坏的时间采取鲁莽行动。

显而易见的是欧沙那希回答了如何才能避免这些问题：

本人认为，不管整体市场环境是什么样的，投资者都应当设法控制其情绪，遵循一个简单的公平资产配置计划并始终如一地坚持准则，这样你会大大胜过不这样做的人。让 108 年的数据告诉我们——而不是听现在电视或互联网上会说话的评论人的，我们可以领会到一个简单的真理，那就是，在几乎所有的市场环境中，使用简单、直接和经过时间考验的投资策略会带来最佳的总体结果。

我们认为，投资者应该选择一个被证实是正确的策略，并一直坚持下去，这是魏里迪尔公司创立的一个基本原则。事实上，可以说，决定采取某种或某些策略比决定选择某个具体策略更重要。即使是一个普普通通的策略，只要投资者在整个市场周期里一直坚持——包括在市场严峻的时候，媒体写文章用有说服力的案例说你所选的策略已经不管用了，你也一样的坚持，这样的话，你就会仍比那些没有采取任何策略的投资者更加有利可图。

买进和持有，但不要永远这样

欧沙那希整体投资哲学的另一个关键就是他坚信买进并持有的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“这是无可辩驳的，”在2000年与克里斯·法雷尔（Chris Farrell）会见讨论正确投资这个问题，并在2001年初美国公共电视网播出的电视里，他这样说，“你越频繁交易，得到的就越少，应该有策略并让该策略发挥作用。”

不像其他的买进持有策略家——如巴菲特，欧沙那希一般不持有股票多年。他通常持有一年，然后再次平衡他的投资组合。通过这样做，他可以确保不会持有那些不再符合其标准的股票。虽然他通常每年都平衡他的投资组合，他还将在重新平衡投资组合方面更频繁一些。OSAM的网站详细介绍了15种策略中该公司经常使用的8种策略，这8种里面，有5种是每年都重新平衡的，有1种每6个月重新平衡一次，有2种每季度平衡一次。

在魏里迪尔，我们根据资产组合的具体情况在多个时间节点重新调整我们的投资组合。我们发现，一般情况下，每月调整能产生更优的表现，尽管存在着某些组合在其他时间节点上可能会表现得更好。（我们将在后面更详细地讨论我们重新平衡的过程和为何重新平衡如此重要。）那么在这里，我们认为你可以做一个很好的尝试，也就是选择一个平衡周期——每月、每季度、每半年或每年，坚持下去比你决定在哪些特定时期使用更重要。

简单就有意外

欧沙那希方法的另一关键就是：保持简单。在研究了数十种不同的策略和几十年的股市结果以后，你可能希望他能从研究一些如何产生最佳效益的高度复杂深奥的公式中摆脱出来。事实正好相反。

欧沙那希写在《华尔街股市投资经典》中的投资，就是一个证明“奥卡姆剃刀”原理正确性的范例，这个逻辑性原理就是——最简单的理论往往是最好的。“联合基石”方法是他经过彻底的论证之后将两个模型组合并改进的，因此非常简单。他的“基石价值”方法只有5个相当简单的标准，而他的“基石成长”模型只有4个标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里的每一种策略都始于简单的选股。“基石价值”模型寻找更大的股票——那些市值超过10亿美元的股票，因为它们能产生可靠和稳定的收入。欧沙那希寻找价值发挥型股票。但是“基石成长”方法却允许拥有小盘股。它喜欢市值上限至少1.5亿美元的股票，但要选择那些流动性较小的股票。

当使用“基石价值”计算方法时，欧沙那希紧盯的是“市场领导者”——那些大型的、知名的、销售额远高于平均水平的企业，因为他发现，这些公司股票的波动都大大低于大盘。他认为，所有的投资者，即使是最年轻的一群，都应该持有一些价值股。

针对这些大型的、价值突出的股票，欧沙那希不只是使用市值标准来衡量。他还喜欢那些与市场平均水平相比有更多的流通股股数的企业，以及12个月的销售额至少是市场平均水平1.5倍的企业。

但是对欧沙那希来说，规模和市场地位还不足以使股票的价值具有吸引力。他发现另一个关键因素，就是现金流是能够预测股票未来的重要预报器，具有较高的现金流量预示着正在好转。因此，我们在他的论著基础上建立的价值模型要求企业每股现金流量大于市场平均水平。

欧沙那希认为，要成为大型市场引领股，比每股现金流量更重要的另一个标准就是：股息收益。尽管高收益对于审查小盘股并不是那么重要（事实上，在他的研究报告中，具有较高股息但规模较小的公司实际表现都不佳），欧沙那希发现，高股利收益是大型、知名股票的极好预报器。具有高股息的大型市场引领股在牛市中能够表现得更好，而在熊市中也不会像其他股票那样跌得很深。“基石价值”模型让所有的股票经过上述4个标准（市值、流通股、销售额、现金流）的审查，并将它们根据股息收益分类，50只具有最高股息收益的股票获得最后的认可。

有趣的是，欧沙那希发现，他所研究的所有成功的策略——即使是“成长”法，都至少有一个以价值为基础的标准。构成他的“基石成长”策略的价值基础——股价营收比（价销比），被欧沙那希认为是尤其重要的因素，也令许多华尔街金融家们感到惊讶。欧沙那希广泛研究股票市场回报的另一成果就是，他发现股价营收比是唯一最好的能够说明股票价值的标志，并预测其未来。这对华尔街是一个震惊，因为他们一直依

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

靠市盈率作为评估股票价值的基本手段。

虽然选择股价营收比较低——低于 1.5——的股票是欧沙那希挑选成长股的重要方法，但这绝不是他考虑的唯一因素。为了避免期票，该策略还考虑公司过去 5 年的收入，要求其每股收益从第一年起逐年增加。

此外，欧沙那希还发现，赢家往往持续获胜，而失败者往往持续损失。这就是为什么他坚持使用“相对成长性”指标的原因，用以衡量一家公司的表现和比较这只股在过去 12 个月与所有其他类股在价格方面的不同。

在估值方法上，欧沙那希使用与股息收益相似的标准。他把所有的公司都通过上述三个成长模型试验的验证（市值、每股收益的持续性和股价营收比），并根据相对成长性进行排名。那些排名在名单前 50 位的股票被划入了成长股等级。

欧沙那希认为，成长型股票模型之所以运作如此良好，主要是因为高相对强度和低市盈率。找到了相对强度高的股票，也就找到了为市场所接受的公司。但同时，找到了一个有低市盈率的公司（市盈率实际上更多地体现价值特征而非增长特征），你再持有这些热门股就太晚了，股价已经变得太高。“根据这一策略，投资者不会在 165 倍盈利时购买网景公司或基因技术公司的股票，”提到历史上有名的动量驱动的、定价过高的一些股票，欧沙那希这样说，“这就使得，只有当市场觉察到忽略了该公司的时候，你才会购买该股票。”

对欧沙那希总体策略的注解是：那句“高风险带来高回报”的格言，欧沙那希认为是常常不准的。他发现，比起表现最好的策略，许多表现最差的策略往往会冒更大的风险。根据欧沙那希的研究，追求风险的策略的前提是你将获得高回报，但这并不可取。

不断改进

欧沙那希在《华尔街股市投资经典》第一版中，构建了“联合基石”策略，该策略经事后检验结果异常，但欧沙那希并不放弃。在后来的版本中，欧沙那希对该策略进行了更新，产生了更好的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他大赢家和大输家

欧沙那希发现，联合基石策略是他所研究的最好办法，他还发现了其他一些高性能的策略。

除了欧沙那希的三个“基石”办法，根据夏普比率（用于统计风险调整报酬的指标），另外表现最好的三个策略所关注的股票有如下特征：

- 股价营收比低于1.0，高相对成长性（夏普比率：61）。
- 收益率（每股收益与价格之比，是市盈率的倒数）大于5，高相对成长性（夏普比率：61）。
- 股价净值比小于1.0，高相对成长性（夏普比率：60）。

（为便于比较，联合基石、基石价值、基石成长策略的夏普比率分别为66、62和61。）

同时，表现最差的三个策略关注有如下特征的股票：

- 高股价营收比的股票（夏普比率：8）。
- 90天期的短期国库券（夏普比率：0）。
- 培养那些不常见的、一年相对成长性低的股票（夏普比率：-1）。

欧沙那希提到的三个策略之中的关注高相对成长性的策略、联合基石策略、基石成长策略，以及那个最差的关注低相对成长性的策略，这一切显示了欧沙那希的主要信念：胜者恒胜，输家则一直输下去。

当然，你也可以在过去表现不佳的股票中挑选优胜者，我们都知道投资者（比如大卫·德雷曼）如何使用这个必杀技。但请记住，如果这些投资者购买了正在暴跌的股票，他们肯定确信该股票已经通过了一系列基本测试。欧沙那希所构建的最差的低相对成长性策略，只有一个变量，即：只会挑选过去表现欠佳的股票。注意：挑选财力雄厚的公司发行的下跌的股票，与挑选股票仅仅因为它下跌，这两种行为并不是一回事，后者非常危险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于该方法的基石价值部分，欧沙那希增加了“股东收益”这个变量，通过股票回购行为，来提高股息收益，从而保证股东收益。（根据欧沙那希的研究，公司通过回购自己的股票，来降低其流通股数量，从而提高了剩余股份的价格。）为了确定回购活动，欧沙那希简单地计算了公司在一年前的年初和年末股票数量百分比差异。例如，在一年前的年初，一只股票有 100 万流通股，而在一年前的年末有 90 万流通股，欧沙那希说，回购比例就是 10%。这将增加股票的股息收益，以保证股东的收益。

同时，对于该方法的基石成长策略部分，欧沙那希还增加了 3 个月和 6 个月的相对成长性标准。他说，使用一年相对成长性变量，这本身就有一个问题：一只股票在一年内，也许会有很大程度的升值，因此，相对成长性高；但在这一年的某些时段，股价可能下降显著。“这似乎不符合寻找趋于好转的便宜股票的策略，所以我们又增加了短期价格动量，以便研究，”欧沙那希写道。这样做有助于保证该策略只关注那些在特定时间点价格上升的股票。

欧沙那希的策略：步步剖析

业绩记录： 在 1954 年年底至 1996 年这个时间段，通过事后检验，欧沙那希的基石成长策略产生的复合回报率为每年 18.52%，而基石价值模型复合回报率为每年 15.06%，两者都远远超过同期标准普尔 500 指数 11.51% 的年回报率。同时，欧沙那希的复合增长价值方法年度回报率为 17.1%，该方法的风险调整报酬也是三者中最好的。（联合基石策略经过修正之后，事后检验的结果是：1963—2003 年的年度回报率为每年 20.17%。）

风险： 中等。注意，欧沙那希的成长股策略比价值策略往往有更明显的波动。但是在他的研究中，成长模型会带来比价值模型更好的回报。

投资期： 要通过欧沙那希的方法达到最大的收益，你需要一直采用他的策略，延续若干年，达到一个完整的市场周期。不过，他通常每年平衡一次自己的投资组合，因此从这方面来看，欧沙那希持有个别股票的投资期通常是一年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

努力程度：要搜集大量文件资料，但是不用太多深入研究。

由于欧沙那希的策略表现得非常出色，因此自从《华尔街股市投资经典》出版以来，我们还没有对该模型做出任何修正更新。我们认为，最好持续使用一个已证明对我们来说非常成功的策略，而不是用改良方法做实验。另外，接下来你将看到，通过持续运行原始策略，我们已经取得了不错的成绩。你可以采用以下方式来实施这一办法，以实现较高盈利。

提示：要想获得欧沙那希的研究工作所依据的那些统计特性，你必须对相当多的股票进行投资，大约需要 25 ~ 50 只股票。因此，这种方法可能更适合那些预期投资总额比较大的投资者。

基石成长策略

首先，我们来分析欧沙那希增长方法。像我们在前面讨论的马丁茨威格一样，欧沙那希希望获得良好的成长型股票，但他不想对这些股票投入太多资金。他常常采用如下 4 个步骤，来实现这一目标。

市值　基石成长策略的第一项要求

在这个步骤，我们要求，选定的公司市值总额在 1.5 亿美元以上。对大多数投资者来说，这类公司没有过多的流动性。但也有例外，也可以包括规模较小的成长型企业。

每股收益的持续性　基石成长方法要寻找的公司，是那些在过去的数据中已经显出持续盈利增长迹象的公司，而不论其规模大小。为了满足这一要求，除特殊情况外，在最近 5 年内，该公司每股收益每年都要有所增长。在利用欧沙那希基本模型时，我们在分析其他项目前首先就要看每股收益。

股价营收比　欧沙那希关注股价营收比低于 1.5 的股票，这同样适用于我们的模型。使用这一价值标准，再加上增长标准，便可识别出价格依然便宜的成长型股票。

相对成长性　基石成长策略需要从由以上三个标准挑选出的合格股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票中，选出相对成长性排在前50位的股票。欧沙那希认为，股价营收比标准应与相对成长性标准相结合，这一点非常重要。相对成长性测试，让你有机会购买那些受市场青睐的成长型股票；定位于较低的股价营收比，则有助于保证你不至于在高价位购买那些热门股。

利用欧沙那希基础成长模型中，再加上相对成长性标准，可以做出如下判断：

- 如果该股票通过了这一个标准和其他三个标准，它就完全合格了。
- 如果该股票没有通过这一标准，即使它通过了其他三个标准，在本方法中，我们仍然断定它不合格。

提示：《华尔街股市投资经典》出版以后，欧沙那希对基石成长策略进行了更新，增加了两个标准：3个月相对成长性与6个月相对成长性。通过这两个标准，在寻找多方面表现良好的股票时，可以排除那些一年相对成长性高但当前表现却很差的股票。然而目前，我们并没有把3个月相对成长性与6个月相对成长性标准运用于模型。我们认为，最好的办法就是坚持运用我们的模型，并进行良好的跟踪记录，而不是增加两个新的标准，因为我们并不能确定这两个标准对模型有怎样的影响。

基石价值策略

现在我们来分析欧沙那希方法的另一种策略。为了寻找可以带来利润的股票，欧沙那希把目标放在那些有着良好的现金流并且已经给股东带来稳定股利的大公司上面。

市值 基石价值策略需要寻找市值大于10亿美元的大型知名企业。欧沙那希发现，这些公司的股票表现坚挺且获益稳定。基石价值策略并未涉及公用事业股，因为这些股票可能支配其他一些合格企业，由于它们通常高收益。

每股现金流 欧沙那希寻找每股现金流超过市场平均值的股票。拥有强大现金流的公司通常可以带来投资收益，这类公司也是该策略寻找的目标。欧沙那希基础模型要求，目标股票的每股现金流必须大于市场平均水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流通股 欧沙那希寻找大公司以便投资获利的另一种方式是，寻找流通股数量超过市场平均水平的公司，这些公司知名度更高，其股票交易量也更大。因此，我们的模型需要找到流通股数量超过市场平均水平的公司。

前12个月销售额 欧沙那希寻找高收益股票时，还可以通过寻找前12个月每股销售额较高的企业来实现。在我们的基于欧沙那希策略的模型中，目标公司的前12个月每股销售额必须大于市场平均值的1.5倍。

股息 根据上述4项标准选出在市场处于领导地位的公司，而后从中选出股息最高的前50家，这是基石价值策略的最后一步。如果支付高股息是某公司成为大市值股的成功信号，而且是前50家股息最高的公司之一，那么该公司股票就能通过最后的测试。这一标准反映了欧沙那希的调查结果：高股息分配是公司成为大市值股的成功信号。

在我们基于欧沙那希策略的价值模型中，加上股息标准，可以做出如下判断：

- 如果该股票通过了这一个标准和其他4个标准，它就完全合格了。
- 如果该股票没有通过这一标准，即使它通过了其他4个标准，在本方法中，我们仍然断定它不合格。

提示：《华尔街股市投资经典》出版以后，欧沙那希对基石价值策略增加了另一个标准：股东收益。欧沙那希对股东收益率的定义是，一只股票的股息与股票回购收益之和。回购收益的定义是，在前一年的年初与年末，公司流通股数与总股数的百分比差异。我们在欧沙那希价值模型中也没有采用股东收益标准。

基于欧沙那希策略的模型之业绩表现

像欧沙那希的联合基石策略一样，我们基于欧沙那希策略也对两个不同的模型进行了结合，其中一个基于欧沙那希的基石成长策略，另一个基于其基石价值策略。总的来说，10股投资组合（使用混合策略），从2003年7月开始投资至今，投资回报率达到90.2%，是标准普尔500指数（投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资回报率为21.4%）的4倍以上。20股投资组合效果更好，从开始投资至今的投资回报率达到96.1%。此外，由于欧沙那希发现他的模型在针对大量股票时效果最佳，我们还构建了50股基于欧沙那希策略的投资组合，其表现超越了10股和20股投资组合，从开始投资至今的投资回报率达到109.1%，而相应的标准普尔500指数投资回报率仅为21.4%。所有这三种组合投资波动都非常小，每个组合的测试结果都在1.10~1.11之间。

我们还对基于单个欧沙那希价值策略和成长策略的方法进行了跟踪。但我们一开始只是跟踪结合两个策略的投资组合的整体效果，直到8个月之后才对单个策略也进行跟踪。从2004年2月27日以来，两个策略的效果都轻松地超越市场平均水平，价值策略表现尤为不错。基于价值策略的10股投资组合从开始投资至今的投资回报率达到41.1%，超过同期标普500指数（投资回报率为6.0%）的6倍；基于成长策略的10股投资组合投资回报率达到31.7%，超过同期标普500指数的5倍。很明显，价值策略更为稳定，其贝塔值是1.01，而成长策略的贝塔值是1.22。而且，价值策略更为精确，根据该策略选中的股票，其中有61.0%的股票获得较大收益，而成长策略只能达到46.4%（使用10股投资组合）。

欧沙那希价值模型的20股投资组合，从2004年2月27日开始至今，其投资回报率达到33.1%，高于标准普尔指数的6.0%。同时，从两年多以前我们开始跟踪之日起，50股投资组合的投资回报率比标准普尔指数增加了一倍以上。

与此同时，投资组合的规模越大，以欧沙那希为基础的成长模型表现就越好。我们从2004年2月27日开始对20股和50股的投资组合进行跟踪，从这两个组合开始运行之日开始计算，投资回报率已分别达到39.3%和53.3%，而同期标准普尔指数的投资回报率仅为6.0%。

成长模型和价值模型都从金融业、能源类企业到零售业、工业企业中选择各种股票。有趣的是，尽管在成长模型中对股票市值做出最低1.5亿美元的限制，但我们也可以选择一些规模较小但发展迅速的公司，同样也能找到发展前景良好的大公司。例如，2008年4月，10只成长型股票的组合，包含了市值超过5 000亿美元的埃克森美孚公司股票以及市值上限将近2 000亿美元的雪佛龙公司股票（见表8—1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8—1 模型投资组合风险和回报统计

	10 只股票	20 只股票	标普 500
年收益率	13.7%	14.4%	4.0%
总收益	90.2%	96.1%	21.4%
最佳整年	2006 年 24.0%	2005 年 27.9%	2006 年 13.6%
最差整年	2007 年 -3.9%	2007 年 -2.7%	2005 年 3.0%
贝塔值	1.11	1.10	1.0
精确率	52.7%	54.8%	N/A

注：收益统计自 2003 年 7 月 15 日至 2008 年 7 月 15 日，欲寻更多的披露和解释，请见附录 A。

欧沙那希的主要投资准则

成长股

◇ 分析市值，保证股票有足够的流动性。

◆ 分析每股收益持续性。

◇ 寻找低市盈率的股票。

◆ 从完全通过前三个标准的股票中，挑选出相对成长性最高的 50 只股票。

欧沙那希模型只关注已通过这些标准的股票。该方法只能有两种选择，要么选“是”，要么选“否”，不存在“差不多”的选项，只有“强烈关注”与“不关注”。

价值股

◇ 确保公司的股票市值够大。

◆ 分析每股现金流。

◇ 分析流通股数量。

◆ 分析前 12 个月每股销售额。

◇ 从完全通过前 4 个标准的股票中，挑选出股息率最高的 50 只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第9章　乔尔·格林布拉特——只用两步搞定

简单的招数，使用到极致就是绝招。

——列奥纳多·达芬奇

前面我们已经介绍了，如果你想长期在股市中获利，有一点很重要，即你需要一个投资策略从多个角度分析股票。当然这包括很多的衡量标准，如彼得·林奇的价格/收益/成长性比，詹姆斯·欧沙那希和肯尼斯·费雪的股价营收比，以及约翰·内夫的市盈率。但是这些衡量标准不能单独评估一只股票的实力，必须另外补充一些其他变量才能对股票进行评估。无论它是欧沙那希成长模型中相对简单的4个变量，还是大卫·德雷曼方法中更深入复杂一些的13个变量，这些策略都不会仅仅从一个角度去分析一只股票。在我们所有的研究中，我们还没有遇到过只分析一个变量的长期策略。看来，就算是杰克·鲍尔或是施瓦辛格，也不可能仅用一颗子弹就拿下市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，猜猜看，如果只用两个变量，你还能做什么？

在2005年最畅销的小册子《赢得市场手册》（*The Little Book That Beats the Market*）中，对冲基金经理人乔尔·格林布拉特制定了一个可以在市场中获利的极其简单的方法，仅仅使用了两个基本变量。这就是他所说的“神奇程式”，这个程式只是关注公司资本的回报率，以及该公司的股票收益率（类似于市盈率的倒数，但并不完全相同）。

这样既简单又实用的策略是不是不真实呢？不是的。利用这一策略，格林布拉特在1988—2004年获得了年均30.8%的回报率，大约是同期标准普尔500指数12.4%的平均年度回报率的2.5倍。从2005年12月，我们开始跟踪根据神奇程式所做的策略，结果发现该策略所获得的利润已经大幅度超出市场的平均水平。（在本章中，我们将深入分析我们的研究结果。）

格林布拉特的书拓宽了人们的视野，不论是在投资领域还是在其他方面。这本“小”书非常随意的对话内容，使读者读起来非常快速、轻松，176页的内容，揭露了股市的阴谋诡计，书中的概念甚至11岁孩子都可以理解。事实上，格林布拉特最初写这本书的目的只是想教他的五个孩子如何为自己赚钱，这本小册子是“一个真正能够永久拥有的重大礼物”。格林布拉特使用几个简单的类比，对股票市场的原则进行了解释。在他经常采用的例子中，有一个是关于格林布拉特小儿子的同学杰森的，是他提出将口香糖捆绑销售给六年级同学的方法。格林布拉特利用杰森的简单“生意”作为一个切入点，来解释例如供给、需求、税收和回报率等类似的问题。

这一人性化的方法，反映了格林布拉特的两个主要论点：其一，“如果你真的想在股市中获利，大多数专业人士和学者都不可能帮到你”；其二，“只有一个现实选择：你必须自己来做”。

虽然格林布拉特对神奇程式的解释和描述的细节都非常简单，但你还是不要觉得他的方法很容易领会。还记得我们在前面分析过成功投资要克服心理障碍吗？你很快就会发现，在该策略中，投资者也必然要面对这些心理障碍。

然而，格林布拉特方法显示，当股市情况不佳，很难获利时，不一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定要采取复杂的应对办法。“它甚至不需要做大量的工作，只要每隔几个月花上短短几分钟即可”，格林布拉特在描述如何利用神奇程式时这样说。“准备工作并不难，”他说，“真正困难的是如何能让你真正理解为什么神奇程式会发挥作用，即使当朋友、专家、新闻媒体以及市场表明并非如此的时候，你仍然一直相信神奇程式会发挥作用。”

那么，为什么神奇程式能够发挥作用？原因之一是，神奇程式的两个变量（总资本回报率和收益率）可以合并，从而锁定那些以合理价格出售股票的稳定公司。富有讽刺意味的是，根据格林布拉特的解释，神奇程式之所以可以发挥作用并能持续发挥作用的另一原因是，该程式有时并不能发挥作用。

是否感到有些迷惑？不必担心。在本章的策略部分，我们将进行详细的解释。格林布拉特这位华尔街魔术师，在股市中建立了简单的获利程式，还是让我们先深入地了解他吧。

乔尔·格林布拉特是谁？

格林布拉特出生于 1957 年，是一位非常有成就的年轻大师。格林布拉特毕业于美国宾夕法尼亚大学享有盛誉的沃顿商学院（1979 年，他获得了学士学位，仅仅一年后又获得了工商管理硕士学位），是纽约对冲基金——戈坦资本公司的创始人和管理合伙人。从 1985 年公司成立到格林布拉特的著做出版，该公司获得了高达 40% 的年均回报率。2006 年夏天，《不动产投资组合》杂志采访了格林布拉特，根据该杂志的报道，格林布拉特在 1995 年就已经回收了该公司的所有外部资本，并一直只管理其合作人的资金。格林布拉特还曾担任一个航空航天与防务公司的董事会主席。

这本小册子并不是格林布拉特首次出版的作品。1997 年，他出版了《你能成为股市天才》一书。曾经十多年的时间，他还以副教授的身份在哥伦比亚大学讲授投资课，并创办了“价值型投资者俱乐部”网站，用户可以在该网站上共享各种价值投资理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格林布拉特也震惊了教育界

格林布拉特的影响力和贡献远远超出了投资领域。在小册子的最后一章，格林布拉特写了一句他经常告诫他的学生们的话：我教给你们的这些技巧的价值有限。“这并不是说，他们不能利用自己所学的知识挣很多钱，”他这样说，“而是要激励他们从更高的层次上对自己的时间和智慧进行更好地利用……我教会了我的学生，所以，我总是要求他们用某种方式来回报我。”

事实上，格林布拉特对教育领域也非常感兴趣，这使得他的言行非常一致。根据罗伯特·考克尔（Robert Kolker）2006年2月在《纽约杂志》上发表的一篇文章《对冲基金与学校的相似之处》，我们得知，曾在2002年，格林布拉特在纽约市皇后区一所条件艰苦的小学（纽约雷蒙德小学）中任过职。该学校的学生主要是南美及南亚的赤贫移民，而这些贫困移民的数量还在不断增加。为了帮助500多名学生提高阅读水平，格林布拉特向这所学校捐赠了200万美元。这件事情的结果令人震惊。“乔尔·格林布拉特的无私援助，”考克尔写道，“使得纽约雷蒙德小学的情况得以好转。这件事完全可以作为案例在哈佛大学商学院进行研究。也许有史以来，在纽约市，还没有哪所学校能如此迅速地从贫困中走出来，避免了办学失败的命运。”2001—2005年，通过了国家标准化阅读测试第四等级的学生比例从36%上升至71%，考克尔写道，“纽约雷蒙德小学还因为这项进步而获得嘉奖。”

然而，格林布拉特并不只是想帮助一所学校。他试图“在他的承受能力范围之内建立一个有效的公立学校的模式，并使之能够迅速在全市范围内获得特许权。”“我是一名投资者，”格林布拉特说，“我花了很多时间来判断商业模型能否发挥成效。我只想找到一个可以发挥作用的模型，并将该模型予以推广。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看来格林布拉特的愿望实现了。2006 年，哈莱姆学院宪章学校正式开办，格林布拉特是该校校长。该校网站显示，在 40 所学术态度严谨的宪章学校之中，该校是第一所由成功宪章网站所建立的。也许格林布拉特发现了另一个神奇程式，这个神奇程式注重资助那些条件差的学校改善状况，成为条件不错的学校。

神奇投资程式：只有两个变量

任何事物一旦用“神奇”这个词来形容，就说明它有超自然的能力。然而，格林布拉特的“神奇”投资程式并没有那么虚幻，它只是简单、可靠的投资建议。神奇程式的核心原则，就是格林布拉特所说的，“在股价便宜的时候，购买业绩良好的公司的股票就很有意义。”这一点我们完全同意。

格林布拉特双标准投资策略的第一个变量是资本回报率（ROC），它是“购买业绩良好的公司股票”这个核心原则的上半部分。从本质上讲，ROC 是衡量一个公司利用自己的资产赚了多少钱的指标。在这方面，它等同于资产收益率，即沃伦·巴菲特和彼得·林奇在证券金融公司所使用的数据。格林布拉特发现，一般来说拥有高资本回报率的公司可能有一个其竞争对手没有的特殊优势。他说，这个优势可能会是一个很好的品牌，如可口可乐，该品牌使得可口可乐公司获得了超过其竞争对手的收入；也可能是一个强有力的竞争地位，如易趣，易趣所拥有的买家和卖家比其他任何拍卖网站都多，这让竞争对手难以获得同样多的利润。

虽然资产回报率都是由公司的净盈利除以公司的总资产计算得到，但格林布拉特的资本回报率有所不同，它有两种计算方式。在这里，格林布拉特主要关心的是公司的基本业务，他想看看，这个业务公司是否做好了。在计算一个公司的资产回报率时，他不使用财务报表上的收入，而是使用息税前利润（即经营利润），从而使公司的债务偿还和税收不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掩盖实际业务的经营情况。

另一个不同之处在于，在计算资产回报率时，格林布拉特并不是用收入除以总资产，而是除以“应用的有形资产”，也就是等于营运资金净额再加上固定资产净值。对此，他解释说：

这样做的目的在于，计算出公司实际上需要多少资金才能经营业务。使用净营运资金，是由于公司需要对其应收款和库存（经营业务并不需要的多余现金，要排除在这一计算范围之外）提供资金，但是没必要为其应付款投入现金，因为这是有效力的无息贷款（在这种计算方法中，短期有息债务被排除在流动负债之外）。然后再将固定资产的折旧费用净额添加到净营运资本需求的计算中，这样就完成了对于“应用的有形资产”的估算。

请记住，这样做的最终目的是，格林布拉特希望知道，公司需要多少钱运行其日常业务，以及它是如何利用业务上的投资产生收益的。

格林布拉特神奇程式的下半部分就是收益率，实际上，该指数表示的是“除去进货成本，这项业务获得了多少收益”。通常情况下，股票收益率是由公司 12 个月内的每股收益除以当前的每股价格计算得来的，也就是盈利/股价比（E/P），实质上也是市盈率（P/E）的倒数。格林布拉特在这里还做出了一些轻微的调整。

首先，他又一次使用了息税前利润，而不是营业收入。其次，他不是将息税前利润除以价格，而是除以“企业价值”，这不仅包括公司股票的价格，而且还有用来产生收益的债务金额。格林布拉特想要真正衡量的是，如果你要买它的所有业务——包括所有债务，你预期能够获得多大的回报或者收益率。如果只考虑盈利/股价比（E/P）这一个变量，则可能会使投资者失算，格林布拉特说，因为它没有考虑到债务。

这就是格林布拉特的“两步法”神奇程式，即对这两个变量进行加权平均。格林布拉特在他的研究报告中，按照这两个标准，分别对 3 500 只最大的股票进行了排列。组合排名最靠前的那些股票，也在他的“买进”名单最靠前的位置。例如，如果一只股票按照资本回报率排名第 80 位、按照收益率排名第 50 位，其组合排名就是第 130 位 。那么这只股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将优于，按照资本回报率排名第200位、按照收益率排名第10位，也即组合排名第210位的股票。

神奇程式的最新改进

在为这本书建立的网站 www.guruinvestorbook.com 上，我们计算资本回报率和收益率的基本方式跟格林布拉特是相同的。如果你使用的是不同的筛选方法，这些方法不一定包含资本回报率或收益率的标准，那么至少它们不是格林布拉特定义的计算方式。不要担心，格林布拉特说，在使用资产收益率（代替资本回报率）和盈利/股价比（代替他的收益率标准）时，你可以采用类似的办法进行计算，这样便可以得到最接近于用神奇程式计算的结果。

格林布拉特说，如果你想使用比这更简单的方法，在做第一次筛选时就要挑选出资产回报率至少为25%的股票。然后在这些股票中，挑选出市盈率最低的股票（由于市盈率是股票收益率的倒数，这实际上意味着你要筛选出股票收益率高的股票）。如果某只股票的市盈率值已达到非常低的水平——为5或者更低，格林布拉特说，这可能表明，在过去一年里或者正在使用的数据“在一定程度上是不寻常的”，但是，你可能想忽略这样的公司。你也可能会忽视一些在上周已经宣布营业收入的公司，他说，这样可以尽量减少使用不合时宜或不正确的数据的机会。

还有一件事需要注意。格林布拉特在用神奇程式进行研究的时候，他排除了以下几种类型的公司：公用事业、金融、外国企业（通常有美国存托凭证ADR，在股票清单中他们的名字旁边有这样的注解），以及那些“我们不能确定数据库中的信息是否及时和完整的公司”。在之前援引的《房地产投资组合》（*Real Estate Portfolio*）的文章中，格林布拉特对于公用事业和金融类公司做出这样的评价：“这些公司也没有什么不对，只是他们采用的是不同的融资方式。它们的资本结构比典型的公司更加具有杠杆效应。”（这不是格林布拉特的目标公司类型）因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在以格林布拉特策略为基础的模式中，我们排除金融、公用事业，以及外国股票。

信不信由你

这就是格林布拉特的策略发挥作用的方式。现在，我们来解答更重要的问题：为什么它会发挥作用。

此前，我们注意到，神奇程式能够长期发挥作用的一大部分原因是，它并不能始终都发挥作用。事实上，根据格林布拉特的做法，在他 17 年的研究过程中，通过对每 12 个月中的任意 5 个月的研究发现，该策略的运作表现低于市场平均水平。即使在大约每 4 年一次的考察中，它也没有在股市中获利，并且，在每 6 个周期测试中就有一次连续超过两年始终表现不佳，甚至有一次连续三年表现不佳。

这听起来令人不安，但对格林布拉特来说却是个好消息。首先，他不是只关注每月，甚至是一年或两年的回报。他的目标是能够长期地赚钱，至少在 3～5 年内，因此下跌几个月甚至几年也不会使他担心。因为他知道，从长远来看，使用该程式一定可以在股市中获利，所以他始终坚持。

但是，大多数人无法坚持，这对格林布拉特来说也是一件好事。事实上，这正是让他以及那些坚持这个程式的人，能够长期赚钱的原因。“如果神奇程式能够始终发挥作用，那么每个人都会使用它，”他解释说，“如果每个人都使用它，它可能会停止发挥作用。因此，当许多人利用神奇程式逢低吸纳股票时，这些股票会立即被推高。换句话说，如果每个人都使用这个程式，廉价股将会消失，神奇程式也将荒废！”

对格林布拉特来说，这些年的坚持，既没有让他失望也没有让他烦恼，相反，他更加相信神奇程式必然会发生作用。大多数人不会持久地坚持使用神奇程式的原因就是，当他们看到投资组合在两个月甚至是一年里失利时，他们就会非常担忧和害怕，于是放弃了。这就使得那些少数真正相信程式的投资者能够以便宜的价格买到好的股票。格林布拉特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，即便是专业的基金经理，也会由于采取某些时期内不发挥效用的策略而失利，因为他们每季度甚至每月都在巨大的压力下制造业绩。如果不这样做，他们的客户就会离开，他们甚至可能因此失去工作，所以他们不会一直坚持神奇程式，他们所购买的“最热门的公司股票，通常是指那些在未来的一两个季度或明年、后年前景最有希望的股票”。而且，正如我们在整本书中已经看到的，这些超级热门股往往是言过其实和被高估的。

格林布拉特更加认为，虽然神奇程式不能始终发挥效能，只是部分地发挥作用，但这种情况绝非只发生在他的策略里。你会发现，在这本书里还没有哪种策略，或者说没有哪种成功的长期策略，能够在任何时间都发挥作用。但是，如果当别人因无法面对短期的股票表现不佳而根不得用头撞门时，你却坚持使用它们，长远而言你一定会获得一些突出的回报。明白这一点是非常重要的，无论你是格林布拉特程式的追随者还是我们在这本书中详细讲述的其他策略的追随者。

投资组合管理

如果格林布拉特的神奇程式已经打动了你，这里还有他对最优投资组合管理的提示。首先，从他的研究中衍生的结论是，他建议一个投资组合应该有大约20或30只股票，这并不是让你一次性地购买20或30只股票，而是慢慢建立起自己的持有权。具体来说，他建议你每两个月或三个月购买6~7只根据神奇程式选择的股票，每次投资的金额是您在第一年计划投资总额的20%~33%。

其次，虽然格林布拉特的研究是基于持有一年的股票周期，他指出，你也可以根据限制税做一些细微的调整。作为应纳税账户，格林布拉特说，你应该在持有股票一年后卖出获利股，并且要在满一年的前几天出售那些失利股。这样做的话，所有的收益将被视为长期资本利润，从而可以享受比短期收益较低的税率（最多为15%，在本书出版时）。另一方面，您的损失，将被视为短期损失，这就意味着您可以把它们从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他收入中扣除掉，而那些收入本来是要按照高达35%的征税率缴税的。

格林布拉特的策略：步步分析

业绩记录： 1988—2004年，通过一年一次的事后检验，格林布拉特简单的“神奇程式”平均每年的收益为30.8%，是同期标准普尔500指数12.4%的涨幅的两倍多。该策略在17年中有14年是胜过标准普尔指数的。

风险： 中等。事实上，格林布拉特提出的策略中仅使用了两个变量，当这两个变量不再被关注时，这个方法就容易造成短期业绩不佳。尽管如此，该程式已发挥作用几十年了，并在继续发挥作用，即使格林布拉特的书出版以后仍然如此。

投资期： 格林布拉特的研究是基于股票持有期为一年的情况。不过，要记住的就是，他建议应该在3～5年里坚持使用神奇程式这一策略——不论成果好坏，那样的话，神奇程式才可能使你在股市中获得净收益，因为它不会每年都在股市中获利。

努力程度： 很低。只有两个变量要处理，这种方法非常简单直观。

现在，我们来研究一下如何实施格林布拉特的“组合拳”。尽管两个变量模型是一种比较简单的办法，但还是应该注意格林布拉特和我们是如何计算这两个变量的，因为计算方法有些不同寻常。为了尽可能地计算出这两个变量的近似值，我们还列出了一些候补参数，也就是格林布拉特建议使用的一些较传统的变量，以便最接近神奇程式的计算结果。但请记住，虽然说用替代方法可以生成与神奇程式类似的结果，但格林布拉特并没有提供任何的测试数据来证实这一点，我们也没有跟踪检测那些以替代模式为基础的策略的效果。

市值 格林布拉特的研究主要是针对美国最大的3 500家公司进行的。他并没有选择包括公用事业、金融类、外资以及那些财务信息不能确定是否及时和完整的公司的股票。

资本回报率 格林布拉特确定资本回报率是用经营利润（扣除利息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和税款前的利润，即息税前利润）除以运用的有形资产额（也就是营运资金净额再加上固定资产净值）得来的，这跟我们在格林布拉特基础模型中使用的是相同的计算方法。

经营利润/（净流动资本＋净固定资本）

格林布拉特在书中说，他使用的是息税前利润而不是财报上的收入，因为不同的企业在经营上都有不同程度的债务和税率水平。使用息税前利润是考虑到了不同的税率和债务水平可能会扭曲公司的运营利润。

此外，使用运用的有形资产额而非总资产或股权来做计算，可以更好地算出公司运营该业务真正需要多少钱。从而这一标准可以让你将实际业务收入（税前）与产生这些收益的资产费用做个比较。就像格林布拉特一样，我们的模型采用的是去年的收入，而不是预测的未来收益。

一旦格林布拉特的 3 500 只股票的资本回报率通过了市值测试，他就会将它们进行排名，第一名就是拥有最高资本回报率的公司，而第 3 500 名就是拥有资本回报率最低的公司。我们也是这样做的。

提示：格林布拉特称，如果缺少相关数据，可以简单地利用较常用的资产收益率来代替资本回报率。

确定收益率 按照格林布拉特的方法，我们从“企业价值”中分离出经营利润（EBIT），以确定收益率。

收益率＝经营利润/企业价值

企业价值为股权市价（包括优先股）与有息负债净值之和。确定收益率更常用的方法是计算市盈率，该指标并未考虑企业用以提高运营收益的债务融资方式。

格林布拉特在确定收益率时，采用的是去年的收入数据，而不是对未来的预测数据。因此我们也这样做。收益率越高越好，因为这意味着该公司获得了比购买价格更高的收益。

我们根据格林布拉特方法所建立的模型，使用资本回报率和市盈率，对所有符合市值标准的股票进行排列分析，排在第 1 位的公司收益率最高，排在 3 500 位的公司收益率最低。

注：格林布拉特称，如果缺少相关数据，可以寻找市盈率最低的股票，也就找到了收益股价比（E/P）最高的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

排名叠加 格林布拉特找出所有符合市值标准的股票，并将每只股票的资本回报率与收益率的排名相叠加。我们也按照这个步骤来做，排名相加所得的数值越小越好。

基于格林布拉特策略的模型之业绩表现

从2005年12月开始，我们就关注基于格林布拉特策略的模型的表现。我们把该模型中得分最高的股票组成10股投资组合，获得了10.2%的收益率，而同期标准普尔500指数的收益率则下降4.0%。同时，通过该模型所确定的20股投资组合也取得了不错的成效，同期收益率达到9.6%。10股投资组合所获得的收益始终超过了市场平均水平，在2006年、2007年和2008年部分月份的收益率都超过了同期标准普尔指数。另一方面，20股投资组合在2006年和2007年则稍落后于市场，在2008年上半年保持稳定，而同期标准普尔指数的收益率变动幅度很大，这就使20股投资组合的整体效益远远领先于标准普尔指数。请记住，格林布拉特所说的，该程式并不是每年都能发挥作用，它是长期的投资策略。

格林布拉特方法相对其他模型而言，其收益波动性较小。10股投资组合的贝塔值是1.08，20股组合的贝塔值是1.11。有趣的是，两个组合都获得了不错的投资收益，市场表现也都良好，10股投资组合中有48%的股票盈利，20股投资组合中有48.6%的股票盈利，但两个模型的精确度都不及其他模型。这意味着什么？这就意味着，优质股的盈利往往会超过劣质股的亏损。

格林布拉特的神奇程式不考虑对金融、公益事业及外国公司进行投资，在我们基于格林布拉特策略的模型中也如此，但该投资组合还是包含了各式各样的股票。例如，截至2008年5月，10股投资组合包含鸡蛋生产商Cal-Maine食品公司、石油化工企业Holly公司、房地产公司Jones Lang LaSalle以及办公家具制造商Knoll公司。由此可见，该模型确实兼容并蓄（见表9—1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9—1 模型投资组合风险和回报统计

	10 只股票	20 只股票	标普 500
年收益率	3.8%	3.6%	-1.5%
总收益	10.2%	9.6%	-4.0%
最佳整年	2006 年 14.4%	2006 年 13.4%	2006 年 13.6%
最差整年	2007 年 9.1%	2007 年 2.5%	2007 年 3.5%
贝塔值	1.08	1.11	1.0
精确率	48%	48.6%	N/A

注：收益统计自 2005 年 12 月 2 日至 2008 年 7 月 15 日。欲寻更多的披露和解释，请见附录 A。

格林布拉特的主要投资准则

◇ 除金融和公益行业之外，选取 3 500 只规模最大的美国股票。

◆ 根据资本回报率进行排名，资本回报率最高的公司排在第一位。

◇ 根据收益率进行排名，收益率最高的公司排在第一位。

◆ 将两项排名相叠加，并选取排名相叠加所得数值最小的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第10章　约瑟夫·皮奥特洛斯基——真人不露相，老司机就是不一样

成功之路没有其他方法，唯有全力投入工作，而不存有一点沽名钓誉之心。如果你成功了，必然是因为水到渠成，而不在于你对成功的追求。

——亨利·沃兹渥斯·朗费罗

“伟大的股市战略家”在大多数人头脑中的印象，可能就像电影《华尔街》中迈克尔·道格拉斯饰演的角色戈登·盖柯一样，华而不实、极端利己，身穿高档服装，鼓吹贪婪。在人们的想象中，他们巧舌如簧、独断专行，有花不完的钱，却要面临很大风险，很容易倾家荡产。

然而，正如我们在前几章所看到的，股市专家有各种各样，最好的例子是约瑟夫·皮奥特洛斯基。他不是一位精明的华尔街大人物，甚至不是专业的投资者。实际上他只是一个学者，一位优秀的会计师，擅长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在线数字运算。日常工作中，他不会出现在报纸头条，也不会在董事局会议室做出10亿美元的交易。相反，你会发现他经常在教室里上课，在斯坦福大学讲授会计课程，皮奥特洛斯基在其网站上指出他所研究的内容侧重于“财务报告问题”，这与戈登·盖柯相去甚远。

皮奥特洛斯基可能是我们所崇拜的最默默无闻的投资专家，他在分析股市方面做出了突出贡献，因此他无愧于大师的称谓。2000年，皮奥特洛斯基在芝加哥大学任教时，撰写了一篇关于股票投资的论文，该论文在业界得到高度评价，受到不少华尔街大腕的关注。他主要研究净值市价比（book - market ratios）高的企业，但这类股票并不常见，其净值即账面价值总是（相当于总资产减去总负债）高于投资者估计的价值（即市值总额，是股票价格与股份数目的乘积）。

利用一系列的资产负债表和会计学方法，皮奥特洛斯基制定了一套工作方法来识别高净值市价比的公司，这些公司有可能成为股市中的大赢家。皮奥特洛斯基对于这个方法的阐述，并不像林奇或德雷曼的书那样妙趣横生。相反，他的论文充满了数学和会计学术语，如“横截面回归分析”；还有一些表格，标题类似“资产收益率分解：资产周转率及毛利润的变化”等。虽然这些术语读起来很枯燥无味，但这个投资策略确实发挥了作用，并且持续了很长时间。当确定一个企业的股票通过了皮奥特洛斯基的测试方法，拥有较高的净值市价比，那么赶紧购买该股票再进行做空。皮奥特洛斯基研究发现，1976—1996年，平均年度回报率至少将达到23%，这是同期标准普尔500指数回报率的两倍。而且，你很快就会明白，我们基于皮奥特洛斯基策略的模型，证实了该策略直到今天仍然有效。

约瑟夫·皮奥特洛斯基是谁?

由于皮奥特洛斯基不像沃伦·巴菲特、彼得·林奇以及大卫·德雷曼那样闻名于世，回答约瑟夫·皮奥特洛斯基是谁这个问题就有些难度。毕竟，就算他接受采访，次数也不多，而他也不会在CNBC或CNN上发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表任何投资意见。所以，关于他的个性和风采，人们所知甚少。因此，我们只能像皮奥特洛斯基对其投资策略所做的论文研究一样，从那些冷冰冰，但确凿无疑的事实中去获得他的资料。

皮奥特洛斯基在成年之后的很长一段时间内，始终居住在美国中西部地区。我们从美国斯坦福大学和芝加哥大学的网站上关于他的传记中了解到，1989 年，皮奥特洛斯基在伊利诺伊大学获得了会计学士学位，后来他又担任过 Coopers 公司和芝加哥 Lybrand 公司的税务顾问。在美国印第安纳大学，皮奥特洛斯基继续他的学术生涯，1994 年获得工商管理硕士学位，主攻金融学。而后，皮奥特洛斯基就读于同样属于十大名校的密歇根大学，并于 1999 年获得会计学博士学位。同年，他加入了芝加哥大学商学院。

没过多久，皮奥特洛斯基的研究成果在学术界产生了重大影响。在他的开创性论文发表一年之后，皮奥特洛斯基开始从事教学工作。2000 年，皮奥特洛斯基的论文《价值投资：利用历史财务报表信息区分赢家和输家》被《会计研究》期刊（*Journal of Accounting Research*）收为精选。不久，皮奥特洛斯基在论文中提出的高净值市价比，在投资界引起了巨大反响，甚至连金融核心刊物《精明理财》（*Smart Money*）也报道了他的研究成果。

皮奥特洛斯基的研究并不止于此，他还撰写了其他一些有趣的学术论文。2004 年他在《会计研究》期刊发表了合著论文《决定企业透明度的关键因素》，文中他研究了证券交易委员会（SEC）所披露的市场规则对股票造成影响的方式。2005 年，皮奥特洛斯基在《财务学学报》（*Journal of Finance*）发表了另一篇合著论文，题为《对内幕交易的限制与分析师迎合企业的动机》。

在媒体对皮奥特洛斯基仅有的几次公开采访中，有一次他在《芝加哥商学院杂志》2002 年冬季专刊中曾表示，他比较满意自己在高净值市价比方面的研究成果，“我喜欢做这类分析，”他说，“我还教学生使用这个方法，而且我认为自己其实是一个价值投资者。”这句话收录在帕特里夏·布莱斯基和艾利森·贝尼迪克所写的《会计师看市场》（*An Accountant Looks at the Market*）一文中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布莱斯基和贝尼迪克在书中写道，皮奥特洛斯基很乐于他的学生使用他的成果，这样他会很受鼓舞。“我有很多学生，现在已经开始实习或工作了。他们所运行的电脑软件，与我的研究成果很类似，”他说，“我觉得这样很好，因为他们把我的研究成果用到了现实世界中，并观察实际的运行结果。”

2007 年 6 月，皮奥特洛斯基离开了芝加哥大学，在斯坦福大学商学院担任会计专业副教授。

高净值市价比策略：至关重要的差别

皮奥特洛斯基并不是第一个研究高净值市价比股票的人，但他的研究比前人都更进一步，这非常重要。以往很多研究仅仅局限于分辨高净值市价比的企业（这些公司自身的效益都还不错）。皮奥特洛斯基发现，通常情况下，这些企业之所以具有高净值市价比，原因在于，它们处于金融困境中，无法得到理性投资者的青睐。在这之前，这些企业对一些效益不错的高净值市价比公司进行过投资，并获得了较大的收益，从而使高净值市价比策略得以运行。皮奥特洛斯基表示，这些公司克服了其他许多高净值市价比公司所面临的不景气因素，避免了走下坡路的命运。

在皮奥特洛斯基看来，提高投资收益的关键在于投资那些实力雄厚但因种种原因被低估了高净值市价比的公司，这是一条可以避免收益下滑的途径。这些公司可能给投资者带来较大的收益，因为一旦华尔街意识到它们其实是优势股，其股票价格可能会快速回升。（这就类似于我们提到的其他大师所用的方法，对于容易被忽视的股票使用不同的价值比率，进行一组财务测试，以确保它们不会因为某种理由而被忽视。参见约翰·内夫的市盈率方法。）

皮奥特洛斯基在他的研究中认为，高净值市价比的企业是指市场中净值与市值之比排在前 20% 的公司股票（撰写该著作时，股票的净值市价比不低于 1.08 才可称为高净值市价比），这一点很容易区分。然而要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想从高净值市价比的公司中，分辨出发展前景良好与前景渺茫的公司就很难。为实现这一目标，皮奥特洛斯基使用了一系列与资产负债表有关的标准（皮奥特洛斯基学的是会计专业，所以采用这个方法就不足为奇了）。皮奥特洛斯基着重研究了那些通过了有关财务测试的高净值市价比股票，他发现，就算投资者不加选择地投资高净值市价比股票，年平均投资收益至少也会增加7.5%。

皮奥特洛斯基使用资产负债表的方法测试，是根据下面三个主要的衡量标准，辨别具有高净值市价比的优势股：

1. 获利能力。皮奥特洛斯基寻找那些有能力自己赚钱的公司。“鉴于价值型股票的不良历史业绩，”他写道，“如果当前任何公司能具备积极的现金流或利润，都能证明该公司具有通过经营活动赚钱的能力。”这是很好的迹象。

2. 财务杠杆/流动资金。这一标准涉及资本结构的改变和公司未来的偿债能力。皮奥特洛斯基发现，大多数高净值市价比的公司都在“财务上受限”。因此，他写道，”我认为任何财务杠杆的增加、流动资金的恶化，或者使用外部融资，都预示着一定的金融风险。”

3. 运营效率。一家公司如何利用现有条件来赚钱并进一步发展的衡量标准是使用这些变量。利润有无增长？公司在不扩大规模的情况下赚到了更多的钱，是否是因为生产力的提高？

皮奥特洛斯基就这些标准采用了9个具体的测试方法，绝大多数都相当简单，比如资产收益率（沃伦·巴菲特、彼得·林奇也使用这个变量）和经营业务现金流量，这两个变量都是用来衡量公司的获利能力的，皮奥特洛斯基要求它们都是正值。

要想区分经营活动现金流和净收入就有些难度了，前者通常大于后者。以往的研究“表明：因正应计收入的调整而增加收入（即利润大于经营业务现金流量），预示着公司未来的获利能力和投资回报率将会下降，”皮奥特洛斯基写道，“对于价值型股票来说，这一点至关重要。这些公司极有可能通过正应计来控制其收入额（例如，为了避免违反契约）。”从本质上讲，这一标准可以确保那些公司在去年获得一笔横财，那是因为人们购买了其产品或服务，而不是他们通过自己的经营活动而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚的钱。这笔横财的来源可能是诉讼、注销，也可能是其他只会发生一次的非经营性事件。

寻求改进

皮奥特洛斯基还采用其他一些财务标准，以求得更优化地衡量公司的获利能力。这有很多含义：例如，假设一家公司的资产收益率从10%下降到1%，经营业务现金流量从1 000万美元下降到1万美元，则该公司确实符合资产收益率和经营业务现金流量标准，但肯定不是皮奥特洛斯基所要找的优势股类型。对公司基本面的改变进行详细的分析，不仅可以了解该公司的财务状况，而且可以判断财务状况有没有改善或者恶化。

皮奥特洛斯基还采用资产收益率来分析财务指标的变化：若公司去年财政年度的资产收益率比前年大，即该公司获得了更高的利润，则为合格。皮奥特洛斯基还考察了其他“变动”指标，如长期资产负债率，期望该指数下降；流通率（流动资产/流动负债），期望该指数上升；毛利率，期望该指数上升；资产周转率，该指数是通过比较公司的销售额与资产总额来衡量生产力水平，资产周转率上升则为合格。

皮奥特洛斯基研究了一个很有趣的变化指标，即公司的流通股数量。皮奥特洛斯基认为，当公司内部不能产生足够的现金来投资经营活动时，会发行新股票来筹集需要的资金。因此，他认为，公司最好不要年复一年地增加流通股数量。

（各个变量的其他性能，参见“步步剖析”。）

越小越好

皮奥特洛斯基又研究了两个更为有趣的指标，即股票规模及风险水平。他发现，通过了相关财务指标测试的高净值市价比的股票，确实要优于未通过测试的股票。然而，皮奥特洛斯基还发现，在同等条件下，具有高净值市价比的小公司股票的回报率很可能比大公司股票更高。原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因在于，分析师和投资者很容易忽略这些小型股。你如果对这些无人问津的小型股进行基本的分析，就可能发现隐藏其中的优势股票。而在大型股中，要想找到漏网之鱼，就不那么容易了。

另外，此前在研究高净值市价比股票时，皮奥特洛斯基假设，股票的高净值市价比与该公司的财务困难相关。但后来他发现并非如此，如果一只股票拥有较高的净值市价比，且该公司的财务状况良好，这样的股票最有可能带来高额回报。从某种意义上说，股票风险越小，投资回报率就会越高。

英雄所见略同

可能您会觉得皮奥特洛斯基的办法有点似曾相识，或许是因为，该方法与大卫·德雷曼的反向办法有些相似之处。皮奥特洛斯基和德雷曼都在研究那些表现不良或者被市场忽视的股票。而后，他们都对这些股票进行了一系列的基本测试，希望可以从中找出能带来高额回报的股票。而且，他们都使用净值作为其方法的重要组成部分。（不知你是否记得，德雷曼的反向指标包括股价净值比，该比率与皮奥特洛斯基所用的净值市价比互为倒数；德雷曼寻找股价净值比位于市场排名后两成的公司，而皮奥特洛斯基寻找净值市价比位于市场排名前两成的公司，这本质上是一个意思。）

两位大师还有一个重要的相似之处就是：皮奥特洛斯基的研究，似乎在为德雷曼关于“意外”推动市场运行的想法提供统计依据。皮奥特洛斯基发现，对历史资料不够了解的投资者，无法预测公司未来的业绩（即投资该股票的未来收益）。皮奥特洛斯基发现，根据 12 天（4 个 3 天期）的股市季度盈余公告，在净值市价比高的那些股票中，基本测试表现良好的股票，年度回报率要比表现差的股票高出 1/6 的比例。这说明属于市场“意外”之一的业绩公告，对股市产生了重大的影响，也揭示了公司收益的真正来源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

皮奥特洛斯基的策略：步步剖析

业绩记录： 皮奥特洛斯基研究发现，购买那些通过基本测试且净值市价比高的股票，放空那些1976—1996年年度回报率未达到23%的股票，所获得的年度回报率会比标准普尔500指数的两倍还高。

风险： 低风险。皮奥特洛斯基着重研究净值市价比高的公司，也就是说，这些公司的股票价格，与其业务的固有价值比起来要更便宜。另外，皮奥特洛斯基还进行了一系列财务测试，这些测试使这些公司不会由于表面的财务困难而被人们忽视。

投资期： 1～2年。这是皮奥特洛斯基在其研究中确定的股票持有期限。

努力程度： 中等。这种方法采用的测试方法要比其他许多大师所使用的策略多，它采用了10种各不相同的基本测试方法来确定股票的强度。

约翰·内夫的市盈率法以及肯尼斯·费雪的股价与销售额比率法，都评估了一个指标：净值市价比，皮奥特洛斯基的方法和我们所讨论的这些策略一样，也要评估这个指标。

与内夫和费雪一样，皮奥特洛斯基使用这一指标在大大削减了潜在投资对象的数量后，对剩下的股票采用了不同的基本测试，以确定这些股票的基本业务强度。在皮奥特洛斯基的个案中，他不只是寻找强大的资产负债表，还希望这些资产负债表有所改善。接下来，我们将介绍如何根据他的著作来建立模型。

净值市价比　我们依据皮奥特洛斯基方法建的模型，简称皮奥特洛斯基模型，第一步是要找到净值市价比高的股票，这些股票的市价并没有真实地反映其基本业务价值。皮奥特洛斯基着重研究净值市价比位于股市前20%的股票。如果一只股票的净值市价比在前20名，则该股票通过了我们皮奥特洛斯基模型的第一步测试。

一只股票如果没有通过这项测试，不管它在其他测试中表现多好，该股票依然不适用于皮奥特洛斯基模型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产收益率 找到净值市价比高的股票之后，皮奥特洛斯基对这些股票进行了一些基本测试，用来寻找在财务方面最有前景的公司，资产收益率是其中的一个测试指标，该指标表明该公司是否盈利。皮奥特洛斯基希望公司的资产收益率为正值，如果一个公司最近一年的资产收益率为正值，则该公司通过这一测试。这表明，投资该公司股票，实际上是有利可图的。

资产收益率变动 皮奥特洛斯基不仅关注股票的原价值，而且还使用许多变量（如资产收益率）并研究这些变量的数值最近有没有改善，资产收益率只是其中的一个方面。依据这些变量，投资者可以避免购买那些陷入困境的公司股票。如果一个公司的资产收益率始终下降，但仍然是正值，那么它在测试中依然是合格的。因为在皮奥特洛斯基模型中，对股票进行资产收益率这一指标测试的要求是，去年的资产收益率必须高于前年的。

经营业务现金流量 皮奥特洛斯基通过分析企业的业务活动是否能产生利润，来衡量一个企业的业务强度，他在努力寻找那些被投资者忽视但基本业务很强的企业。在皮奥特洛斯基模型中，如果一家公司的经营业务现金流量大于零，那么该公司的股票就可以通过这项测试。

经营活动现金流量与净收益比较 这一标准可以确保该公司在去年有钱可赚，这是因为其业务的经营状况良好而导致的必然结果。在皮奥特洛斯基模型中，如果某只股票去年的财政年度中经营业务现金流量高于净收益，那么该股票就可以通过本次测试。

长期资产负债率变动 皮奥特洛斯基称，公司筹集外部资本（承担债务也是以非业务方式筹集资金的行为），表明该公司面临财务困难，那么该公司很可能无法依靠自身力量满足资金需求。他写道，公司如果长期借债并逐步增加，会在很大程度上限制公司财务的灵活性。因而，在皮奥特洛斯基模型中，如果某只股票去年的长期资产负债率低于前年，那么该股票就可以通过本次测试。

流通率变动 公司的流通率（即流动资产与流动负债之比）应提高。皮奥特洛斯基认为，资金流动性的改善，如流通率的提高，预示着公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对其流动债务有偿还能力。在皮奥特洛斯基模型中，如果公司去年的流通率低于前年，那么该公司就可以通过本次测试。

流通股变动 与承担债务类似，出售新股票也是以非业务方式筹集资金的行为。皮奥特洛斯基认为，这表明该公司很可能没有通过自身的业务经营活动来筹资的能力。因此，在皮奥特洛斯基模型中，公司在最近一个财政年度的流通股数量不能高于前一个财政年度。

毛利率变动 如果公司是因每件产品销售的平均利润提高而获得更高的利润，该公司就会有良好的发展前景。“利润率的提高，”皮奥特洛斯基写道，“意味着生产要素成本降低，库存成本降低，或意味着该公司产品的价格有所上涨。”所有这些都对公司有利。在皮奥特洛斯基模型中，如果某只股票在去年的毛利率高于前年，那么该股票就可以通过本次测试。

资金周转率变动 当公司拥有的资产规模不变时，运用资金周转率，便可以推算出公司销售的大致规模。“资金周转率的提高，意味着在资产不变的前提下，生产力得到提升，”皮奥特洛斯基写道，“只有经营效率的提高（销售额不变，所需资金更少），或者销售量的提高（这也意味着该公司产品所处的市场环境得以改善）才能使得资金周转率提高。”在皮奥特洛斯基模型中，如果某只股票在去年的资金周转率高于前年，那么该股票就可以通过最后的测试环节。

基于皮奥特洛斯基策略的模型之业绩表现

从2004年2月27日开始追溯，皮奥特洛斯基策略的波动幅度在众多模型中位于第二位。4年多以来，皮奥特洛斯基策略始终表现良好。我们根据皮奥特洛斯基方法建立的10股组合，自建立以来，投资回报率达到33.2%，是同期标准普尔500指数（投资回报率为6.0%）的5倍。该组合初建时就令人非常震撼，在2004年的一些月份中，盈利达到近40%，是同期标准普尔指数（投资回报率为5.7%）的7倍。该模型在此后两年间运行良好，但在2007年受挫。正如其他许多以价值为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中心的模型一样，2007 年模型运行受挫的主要原因是当年的市场被罕见的不利因素所驱动。

同时，我们基于皮奥特洛斯基策略所建立的 20 股组合也表现良好，投资回报率达到 22.6%，而同期标准普尔指数的投资回报率仅为 6.0%。20 股组合的收益波动很小，每年度的收益都没有太大变动，2004 年间大部分月份的投资回报率高于 2005 年和 2006 年，2007 年则有所降低。

这两个投资组合的稳定性处于中等水平，10 股组合的贝塔值是 1.19，20 股组合的贝塔值是 1.21。该模型能非常精确地选股，10 股投资组合中有 59.0% 的股票盈利；20 股投资组合的精确度在其他所有 20 股组合的模型中位居第二位，有 61.6% 的股票盈利。

皮奥特洛斯基模型，会对不同的股票进行选择，它似乎特别关注工业和高科技公司的股票。然而，该模型所关注的高科技企业，不大可能是大多数投资者都耳熟能详的企业。像微软、谷歌、IBM 公司都不适用于该模型，因为很明显，这些股票都是优质股，市场通常不会忽视它们。事实上，该模型也会选择一些知名企业，如在 2008 年 4 月，该模型选中了能源巨头 BHP Billiton 以及拉兹男孩联合公司（La - Z - Boy）。但一般来说，不管在什么时候，在该模型的选股组合中，大多数投资者所熟悉的股票可能不会超过两只。如果大家都知道这只股票，那么对该股票的投资就不会非常刺激。很明显，净值市价比高、基本面强劲的公司是华尔街所忽视的黑马，对这些股票的投资也会带来不错的收益。

正如我们前面所指出的，皮奥特洛斯基发现他的策略更适用于较小规模的公司发行的股票，而我们的模型也证实了这一点。截至 2008 年 4 月下旬，在该模型选中的股票之中，只有一只股票的市值超过 7 亿美元。这一现象，并非由于该模型对股票市值进行了限制。恰恰相反，正如皮奥特洛斯基所说，他的策略选中的正是华尔街投资者所忽视的股票，而大型股不太可能被华尔街忽视（见表 10—1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10—1　　模型投资组合风险和回报统计

	10 只股票	20 只股票	标普 500
年收益率	6.8%	4.7%	1.3%
总收益	33.2%	22.6%	6.0%
最佳整年	2006 年 17.9%	2006 年 23.7%	2006 年 13.6%
最差整年	2007 年 -4.9%	2007 年 -6.9%	2005 年 3.0%
贝塔值	1.19	1.21	1.0
精确率	59.0%	61.6%	N/A

注：收益统计自 2004 年 2 月 27 日至 2008 年 7 月 15 日。欲寻更多的披露和解释，请见附录 A。

皮奥特洛斯基的主要投资准则

◇ 该公司必须有较高的净值市价比。如果没有，则该公司不符合要求，哪怕它符合其他所有测试标准。
◆ 该公司资产收益率为正值且呈上升趋势。
◇ 经营业务现金流量为正值，且高于净收益。
◆ 长期资产负债率呈下降趋势。
◇ 流通率呈上升趋势。
◆ 流通股数量呈下降趋势。
◇ 毛利率呈上升趋势。
◆ 资金周转率呈上升趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四部分

赢在掌控　当止则止

掌握一种炒股策略是在市场取得胜利的一个关键，但不是唯一的关键要素。投资者还面临着许多其他的挑战和问题，例如应该购买多少股份？这些股份又应该持有多长时间？是仅用一种策略还是用好几种策略来购买股份？将这些股份买进或者卖出会对你的纳税支出产生怎样的影响？

从长期角度讲，如果你想使你的股票增值，搞清这些问题是至关重要的。我们将探讨以上列举的每个问题，以及其他一些问题，你会受到投资大师的启发，走上广泛而实用的炒股策略之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章 综合运用——大师投资之道

整体功能大于各部分功能之和。

——亚里士多德

到目前为止，前 10 章的内容已经让你轻而易举地掌握了 10 种常用的投资策略，一些实践证明了这些策略能有效地帮你在市场上取得长期的胜利。你认为这样就万事大吉了，对吗?

言之尚早，我们增长财富的努力还没结束。实际上，这只是个开始。尽管我们所讨论的每一个策略都能帮助你长期的进行财富增长，但如果你知道如何综合运用它们，它们将产生更好的效果。

正如我们前面所说的那样，这些策略就像增强版保时捷，具有标准的传动装置动力。既然我们有了这辆跑车，就应该掌握它的工作原理并学会驾驶它。

在本章，我们将主要解释大师投资策略实用的原因，以及如何运用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资模式来使你的收益最大化并减少风险，这些投资模式都是以投资大师的经验为基础建立的。经过数年的实践，从如何运用这些策略来进行投资组合中，我们总结出很多有益的经验。

六条大师投资法则

法则一　综合运用各种策略，使风险最小化，收益最大化

长远来看，市场在通货膨胀的影响下，投资股票是最安全最优越的。但是，如我们所看到的那样，在短期内，“市场先生”（伟大的本杰明·格雷厄姆如此称呼股票市场）可是喜怒无常，有时“他”喜欢绩优股，有时“他”喜欢潜力股，他通常喜欢市价收入比低的股票，而又有时对它们毫不感冒，可见，“他”不会一直“倾心”于某一种投资策略。如果你想捉摸“他”的想法，交替运用各种不同的策略，那么，就像大多数人那样，你极有可能不是买高就是卖低。因此，摆在我们面前的难题就是，如何克服市场中的不利因素，又同时保证高收益。

我们发现，许多在大师经验基础上建立起来的投资模型关联性较小，将这些不同的大师投资模型混合起来综合运用是最好的应对办法。“关联性较小”是什么意思呢？这其实非常简单，就是把在相同市场条件下的作用机制与不同的投资策略结合起来运用。可以拿潜力股和绩优股举个最简单的例子。当绩优股受欢迎时，潜力股一般会不受欢迎。反之亦然。但如果你运用双重保障策略，既着眼于绩优股又着眼于潜力股，你的股权安全性将更高。你的高价股可能不是特别高，但更重要的是，当股市下滑时你的低价股也不会过低。

为什么渡过股市下滑期如此重要？不仅仅是因为股市下滑的危险性使人恼火，最主要原因是它会使你遭受损失，让我们看一下究竟是什么原因。

假设你有价值10 000美元（随便什么数目均可）的股票，这些股权在一年中收益25%，下一年损失30%，而第三年又收益14%。表面上看，你的年均收益率似乎是3%，因为这是你把25、－30、14相加再除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以3的结果。不过，让我们来仔细看一下你的实际“收益”。

第一年，你10 000美元投资收益25%，你的股权价值变为12 500美元。第二年，你在12 500美元的基础上，损失30%，这样你手中就只剩8 750美元了。因此，你第三年收益14%是以8 750为基础的。这样，你在第三年实际上只有9 975美元的股权，比最初少了25美元。

那么，我们所期盼的3%的收益哪里去了呢？可以说，它被第二年30%的损失给“冲”走了。损失的30%是12 500的30%（也就是3 750美元）。而第三年收益的14%则是8 750美元（即第二年损失的余额）的14%。因为基点低，第三年的14%的收益不能把你所期望的第二年损失的一半收回，而只收回1 225美元，比你在第二年损失的1/3还少。

因此，复合收益是股票市场的底线。也就是说，第一年之后，你不管是损失还是收益，都是以前一年结束时的资本总额为基础的，而不是你起初的投资额。因此，股市下滑一年不仅仅意味着你在一年中损失了一大笔钱，它还限制了你下一年度的收益情况。因为，任何收益率即将以较低的数额为基准。

另一方面，在扩张时复利机制会对你有利，因为你正在从你的本金以及前一（几）年的收益中获利。你越能跨越投资低谷并能使你的资本保持平稳增长，投资趋势越好，尽管这也意味着你可能在大牛市的年份里错过一些收益高峰。

很多人在处于困境时，会有一种想要变换投资策略的冲动，这也有可能降低股市下滑所带来的危险。理想条件下，我们列举的数据表明，坚持一种投资策略是至关重要的，这非常有说服力，以至于你不想有人再提醒。但是，当投资大量缩水，你的情绪会变得高度紧张，这时，即使是最稳健的投资者都会失去冷静“弃船而逃”。如果你能继续坚持并使用一种长期性的投资策略，将会弥补你的损失。在股市衰退时期，在减少投资损失的办法中，综合运用各种投资策略发挥着重大作用。

如果你对这种综合运用方案感觉熟悉，那是因为你在前面就已对其有所接触。詹姆斯·欧沙那希用这一方案论述了他的“联合基石”策略，我们在第8章就已讲过。在欧沙那希对股票市场40多年数据的研究中，他的“联合基石”法没有创造出最大的绝对收益。究其原因，是因为他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费·
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的策略关注的是市价收入比低于1.0并相对强劲的股票，但欧沙那希却钟情于“联合基石”法。夏普比率是诺贝尔奖得主威廉·夏普（William Sharpe）创造的衡量风险调整回报高低的指标，根据此系数，联合基石法有最好的风险调整回报。

夏普比率不仅考虑收益，它还兼顾标准方差（如果标准方差这类数学术语让你头大，不用考虑太多，它只是用来衡量一种方案或资产有多脆弱）。让我们看看欧沙那希在《华尔街股市投资经典》一书中发表的看法，“一般来讲，投资者较倾向于具有13%年收益率和20%标准方差的投资，而不是16%年收益率而标准方差为30%的投资。1%的收益优势不能弥补方差风险。”欧沙那希认为，综合运用坚实基础法与低风险高收益的投资策略是最佳组合。

同时，我们的发现也支持了欧沙那希的研究结论。2003年7月—2008年4月，同等对待所有本书中运用的投资策略，其中运用10种投资策略的股票投资比任何运用单一策略的投资会产生更高的夏普比率。也就是说，这个最佳组合比任何一种单一模型都能更好地获得高收益和低风险的回报，它的年平均收益率为19.8%，只比单一模式中的3种低，并且具有除格林布拉特策略之外，比所有单一模式都低的标准方差（格林布拉特策略的标准方差仅为0.08%）。

最优组合 在某一种投资中，如果各种策略综合运用得当，从长期来看，不仅能使收益平均化，还能够提高收益。我们前面所介绍的“一揽子”策略是把不同单一投资策略的最精华内容凝聚于一项大的投资上，而另外一种综合运用的策略则是通过各种不同的投资策略，来找寻复利最高的股票。当分析一只股票时，我们大多是分析一系列变项，这意味着你仅运用了这些策略中的一个，来确保你购买了在某些方面势头比较好的股票。但是，如果你综合运用大师投资法来审视多只股票，你将真正得到确实在各方面都合人意的股票。

我们在网上追踪的魏里迪尔热门股推荐（Validea Hot List）投资可以作为一个典型的例子。“热门股推荐”的目的是利用我们的策略来寻找复利最高的股票，它也关注以往投资股票成功的策略。这意味着，它从具有长期佳绩的策略中选出的股票，在许多方面都非常强劲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果证明了多种策略综合运用确实能获得很好的收益。经过5年的追踪，我们发现“热门股推荐”的年平均收益高于所有大师投资策略所获得的，除了肯尼斯·费雪和本杰明·格雷厄姆模型。在2003年7月15日至2008年7月15日这5年间，它的资本收益率为123.4%。不仅如此，热门股推荐在获取这些收益的同时也保证了其标准方差（别忘了，这可是用来衡量脆弱性的）不会比我们所有单一投资策略中的大多数过高。从风险调整的角度讲（也就是以夏普比率为基准），唯一优于热门股推荐投资策略的是费雪投资法。

尽管某一种单一的投资法可能会在特定的时期内比热门股推荐表现好（就比如费雪投资法在近年的表现），我们仍相信从长期来看，综合运用各种投资策略才是取得最好收益的办法，因为它可以在某种单一投资策略处于下挫期时减少股票下滑的风险。

为什么综合投资策略既能控制风险，又能比单个投资策略获得更佳的绝对收益呢？主要原因是我们的策略群具有广泛的适用性。例如，你总能找到许多同时满足彼得·林奇绩优股投资策略和詹姆斯·欧沙那希投资策略要求的股票。这些股票一定是在过去5年里保持至少20%的收益率，并且有一定良性的负债促使它快速增长，同时也要满足数额大、分红多以及现金流动性强这些要求。一只收益率高、融资渠道广、分红多的股票是非常完美的股票。从长期看，满足以上条件的股票几乎不可能是不增长的。

大师投资法则一：综合运用各种策略

由于复利的作用，下挫的风险不仅仅会令人不安，还会给你带来损失。

如果你想使收益平均化，那就用相互关联度低（即在相同的市场条件下作用机制相异）的大师投资策略来选取股票。例如，用你一半的资本来投资符合欧沙那希投资策略来选取股票。而另一半则投次于符合大卫·德雷曼投资策略要求的股票。

找寻得到最多投资大师认可的股票，重视具有最佳历史表现的投资模式，以使收益最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法则二 关注数字——市场就会粘着你走

综合运用多种投资策略可以使收益平均化，并使你在资产管理中少受一些情绪的影响，但是，它不能使你摆脱所有情绪的影响。你尽可能会再三考虑各种因素，更充分地综合运用投资策略，但你仍然会受到情绪的支配，产生买进或卖出的冲动。如前所述，由于只见树木不见森林，很多投资者经常因许多优秀企业存在的短期困境而把它们的股票卖出；恐惧支配了他们，并使他们认为短期困境将成为某一企业或行业的长期难题，而长期数据表明并非如此。另外，当买进时，人们总是喜欢火爆而流行的股票，但最后表明这些股票的价值都被过高估价或过度追捧了。

如我们所介绍的大师投资法一样，采用一种只关注数字的投资策略可以限制情绪因素对你做出买进或卖出决定的影响。如果你这样做了，那么，在资产管理的很多工作中，就能很好地摆脱情绪的影响。这是因为，你用的方法是一种关注数字（股票的精髓）的方法。你买进股票，不是因为它们受到好评，不是因为某一杂志预测哪只股票价格会翻倍，也不是因为朋友告诉你必然会涨；同样，你卖出股票也不是因为它们不被看好，也不是因为你听到要下跌的流言。相反，你是在数据显示时机正当的时候买进或者卖出，并且，只在这种情况下买进或者卖出。（我们将马上特别讨论如何利用数据来决定卖出）不用预感，也不用猜测，只利用那些具有长期高收益率的投资策略，这些投资策略会通过实实在在的事实和数字告诉你买进或者卖出。

为什么要专注于数字呢？毕竟，我们可是有智慧的人，利用我们的洞察力——或者单纯运用，或者结合数据——肯定能比运用如此非人性化的、呆板的量化的方法效果要好，是这样吗？

错误。人类有很多事情做得不错。不幸的是，对于投资者来说，预测和推算可不是他们做得好的事情。研读一下菲利普·泰特洛克（Philip Tetlock）在其著作《专家的政治判断：优越性及其检验》中所做的研究吧。泰特洛克的研究发现，甚至那些所谓的专家在预测要发生的事件时，也不能解释结果中超过20%的变数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，统计模型在预测方面也不是完美的——不过，要比人类本身好得多，如果你还记得，泰特洛克的研究发现，精确的运算系统可以解释47%的结果，比人类的预测专家的两倍还多。我们前面介绍的投资大师詹姆斯·欧沙那希，在其著作《华尔街股市投资经典》中对这一现象做了一些精辟的解释，欧沙那希在书中援引了更多能够证明人类预测不能与统计预测模型相媲美的研究成果。比如，在一项研究中，很多统计模型预测高中生能否在大学中表现优秀的准确度比大学里的入学审查工作人员要高。在另一项研究中，一个叫 Jack Sawyer 的研究者对人类和统计模型的预测能力进行了45项比较。“在这45项中，没有哪一经验性的凭直觉的方法——这种方法大多数人都喜欢——被证明是优越的，”欧沙那希写道，“并且，Sawyer 的研究中，即使人类比模型掌握了更多的信息，并被告知数据模型的结果，在这样的情况下，人类做出的预测还是不如模型准确。”

怎么会是这样？这是因为人类是感情动物，而感情会使我们在分析问题时缺乏一致性。欧沙那希解释到：“模型比人类预测准确是因为它们每次都是忠实地、前后一致地运用相同的标准……模型从不变来变去。它们总是具有一致性。它们不会情绪不定，不会和配偶吵架，不会整夜醉生梦死，不会心生倦怠，它们不会厌倦大量的统计数据而更喜欢生动有趣的故事。它们不会私人化地处理事情。它们没有自私性，它们不会去想证明什么东西。”

我们同意他的观点，不管你多么想做到客观公正，你都不能摒除所有的情感因素。一旦你读了关于《下一个苹果》的文章，或者关于一只股票的分析报告，你就很难把它们从头脑中去除。即使你明知情绪会对你的决策造成消极影响，也于事无补。情绪因素会悄无声息地进入到你的潜意识中，或者，你会非常努力地使自己不屈服于情绪，以致于你最终做出事与愿违的事情，而这也有可能是不好的。

如果你仅凭自己的经验想努力设计一个经过验证的，以数据为基础的策略，你简直是在自找麻烦。你的模型可能有时有用，但长期来看，你不能清楚它们会如何影响你的收益。一个经过验证的系统，它以纯粹的数据为基础教你买进卖出，使你的头脑得以中立，从而转变为依靠由多年的数据支撑的策略，而不是预感多变的情绪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大师投资法则二：关注数字

很多研究表明人类的预测能力不如统计或事实模型，因为人类情感会误导决策。

运用经过验证的以数据为基础的策略可以让你在做出买进或卖出的决定时主要以数字——股票的本质为基础，帮你在这个过程中摒除情绪因素。

采用经验性的方法，以数据为基础的策略可能在短期内有效，但不能确知长远的结果是什么，最好是坚定地运用那些由多年的数字记录所支持的策略。

法则三 在长期内保持克制

除了能够指导你买进或卖出股票的原则性的根本法则外，克制也是投资成功的关键因素：你必须长期坚持你的投资策略，即使你的策略或者整个市场正经受恼人的下挫期。换句话说，尽管本书所介绍的量化模型关注数字，问题的实质却是确保你在长时间内坚持你的投资策略。

这是为什么呢？因为大多数收益产生于有限的几天内，而没有人知道这些天何时来临。另外，如彼得·林奇所指出的那样，市场的上扬非常迅速。如果你在下挫时或熊市中退出市场以待回升，那么你有可能错失一些以后再也不能遇到的大反弹。

当然，这并不意味着长期坚守就能造就“常胜将军”。有时你买了一只低价股票，但由于某种原因，它就是不涨。股市就是如此复杂难测。但是，如果你坚持一个经过验证的并有长期优秀表现的策略，你获利的可能性就会大于损失的可能性。并且，从长期来讲，这将会使你的资产获得不小的收益。

即使在解套的冲动最强烈的时候，也要尽一切努力长期坚持你的投资策略，这有多关键呢？这可能是决定你成败的唯一最重要的因素了。这可不是什么夸大其词。2008 年 4 月，在对 Adviser Perspectives 投资网站的采访中，马克·赫伯特（他对《赫伯特金融文摘》进行了评估，此文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摘在投资时讯领域受到人们的好评）被问及在所有的投资时讯中是否存在一个共同点，即在他30年的职业生涯中始终给其可信的指导，赫伯特如是说：

最显著的共同点就是，卓越的投资时讯都很执著。只要投资策略正确，对它执著地坚持，总会有收益。很多时候，表现差的投资者一见他们的策略不再为其创造收益，就立马溜之大吉，最终的结果不是卖低就是买高。他们在买进和卖出时都在遭受损失。

赫伯特说这是关于投资的“深刻的观察”。“这不是投资策略本身的问题，”他说，“而是克制的作用。当一个人不能与市场合拍时，尤为如此。每一个投资策略，不管它是针对价值型股票的，还是针对成长型股票的，不管针对大盘，还是针对小盘的，都有一只股表现好，同时有另一只股表现差。”我们不否认坚守策略比你具体选哪一策略更重要。但是，我们同样认为，有些策略，比如我们所介绍的这些投资大师们所总结出来的投资策略，会比其他策略能带来更好的长期收益。

在2008年2月给美国个体投资者协会所写的一篇专栏文章中，关于如何使自己保持克制，赫伯特为投资者们提出了建议：减少对自己投资的关注。“金融行为学者指出，不断地关注自己的投资不是一个好的行为，”他写道，“这导致你过多地关注于短期状况，从而使你一叶障目不见森林。”

在这篇文章中，赫伯特援引了芝加哥大学教授理查德·萨勒（Richard Thaler）的一项研究——《目光短浅与避险行为效应研究》。在这项1997年的研究中，萨勒与其同事让一群本科生进行模拟投资决策，并会根据他们实际的投资成效给予5~30美元不等的奖励。作为研究的一部分，不同的学生可以在长短不同的时间间隔下检视自己的投资。萨勒发现，被允许关注自己投资次数最多的学生表现最差，因为他们总要减少在股票上的投资而增加对债券的投资。传统观念认为债券风险较小，尽管从长远看股票明显要比债券收益高。“研究对象中最‘活跃’的赚钱最少，”研究结果表明，“因为他们在股票上投资最少（赚钱也就最少）。”

这是不言而喻的，由于市场必然有短期的潮起潮落，那些经常关注自己投资的人们肯定会看到许多令人惊恐不安的市场动荡，而其他的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则看到的是长期趋势，即股市中积极的方向。因此，他们也就会更坦然地把更多的钱投入股市。减少对投资的关注，你就更有可能保持克制，把资金留在市场。从长期来看，对资金来说，留在市场是它最好的去所。当然，只有你信任市场，才会把资金留在市场。你要相信那些表明在市场上把握火候是场危险游戏的研究，你要信任那些表明（如果长期持有）股票是最好的长线投资工具的数据，特别是把通胀因素考虑进去的话，你要信任那些在过去决胜于市场而创造卓越战绩的投资者们。最后，你要接受这样一个现实：如果想在市场上长期收益，你要克服恼人的市场波动，市场的浮沉正是你投资股市获得溢价的原因所在；没有市场的涨与跌，你将不能获得溢价，从而比其他投资工具更多的长期收益也不会存在。

愿景是关键 为使你得见森林而非树木，你在股市搏击时应有正确的观念和思维。当你打理你的投资时，要告诉自己，从某种意义上说，你必然要经历短期的10% ~20%的下滑，并且也可能经受不太常见的大的下滑。林奇退休6年后，在PBS电视台对他进行的一次采访中，表达了这一观点。林奇说，在20世纪中股市发生10%的下滑超过50年。25%的下滑——熊市——平均每6年出现一次。“这是不可避免的，”林奇说，“身在市场你必须要明白，经济下滑是必然要发生的，而且它们将达到一个转折点，因此每隔几年你就会得到10%的回升。这不过是瞬时损失巨大的一个喘气的空隙……因为熊市是20% ~30%的下滑。这是必然会发生的，并且没人知道何时开始，如果你对此尚未准备好，那么你就不应该炒股，我的意思是，对于炒股的人，最重要的不是头脑，而是勇气，你有能承受这些下挫的勇气吗?”

林奇的所述具有较一般的意义，但这也同样适用于你自己的资产，回顾一下乔尔·格林布拉特的话吧，他反复强调他的神奇方程不能每年都决胜于市场。实际上，他的监测发现，1988—2004年，这一方程每4年就有1年是表现欠佳的。但是如果你在此间的任何两年内使用了这一方程，其表现欠佳的几率就从1/4降到1/6了；如果是3年，这一方程就能在95%的时间里表现出佳绩——并且在这17年中的任何三年从未造成过损失。格林布拉特说，即使是在最坏的三年里，这一方程实际上也取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得了11%的收益。

这对于你可想象的任一策略来说同样如此。所有的投资大师，例如林奇、巴菲特和得雷曼、格雷厄姆，都有投资不顺的年份。但他们坚守其投资策略而不放弃，这就是他们获得巨额长期收益的原因。就我们的大师投资模型来说也不是完美的，即使是在本书写作过程中，对于拥有10只表现最佳的股票的肯尼斯·费雪投资策略来说也是如此。尽管在2003年和2004年的一段时间内分别两度取得200%的佳绩，但其还是在2005年的标准普尔指数上落后。实际上，这项资产缩水了2.7%。但是如果你因此而改变策略，那么你将至少失去2006年收益的40%，这差不多是收益的3倍了。

如果你一开始就认识到所有的投资策略都会遭遇挫折，甚至是那些杰出的，你就不会在你的投资遇到短期下挫时惊慌了。就如生活中的很多事情一样，往往正是惊慌导致我们的惊恐不安。如果你对那些下挫有了心理准备，你一定会非常惊奇地发现，你竟能在你的投资遇到短期下滑时越来越冷静。

不幸的是，大多数投资者做不到这样。（实际上，据林奇所说，当其在任时，很多基金投资者是损失而非收益了。因为当形势困难时他们就卖出基金——卖低；而当基金表现良好时，又来购买——买高。）不能时刻准备迎接下滑期使得人们，最容易被形势变得严峻时的情绪所困扰。如果你屈服于情绪，你极可能落个在巨大损失后低价卖出，而在市场已经过了最大的高收益期后高价买进的下场。

实践出真知。在前面所提到的那篇专栏中，赫伯特说，自20世纪80年代中期以来在投资时讯中，他们集团所评定《远见》的成绩最佳，它所表现出的对市场增长趋势的强烈信念也使其获得收益。《远见》是赫伯特所监测的所有投资时讯中“遭受短期市场振荡最多的，”他说，“但是，没有哪一个能拥有它这样的意志力，去忽略或忍受这些振荡。”赫伯特说，最能考验它对市场长期收益信念的是1987年危机中它的投资损失57%之时，所有人都惊恐无比，而《远见》则坚守其投资策略，并大获收益。“长线投资者没必要为市场的短期振荡而失眠，因为市场的长期性会最终证明自己，”赫伯特写道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大师投资法则三：保持长期克制

长期坚持你的投资策略甚为关键。即使最好的投资策略也难逃下挫期，而有时好的投资策略所带来的收益期也可能超过一年，如果你想见机行事，变换策略，那你将错失大的收益。

愿景影响反应。做好迎接股市难免10%～20%下挫的准备，你也有可能遭遇不太经常遇到的35%～50%的下滑。你不能预测其何时发生，所以如果你想在市场中长期收益，你就必须与之周旋。

减少上网的次数，每10分钟或每天关注你的投资会使你产生买进或卖出的冲动，这会破坏你收益的长期表现。

法则四 多样化，但你不能通过掌控市场而取胜

一般而言，投资多样化是不错的选择，把所有的鸡蛋都放在一个篮子里，也就是把所有的资金只投在少数股票上，对大多数投资者来说，风险是非常大的。即使是基础最强的最好的公司也会有陷入困境的时候：可能是他们的CEO走人了而接替者是一个笨蛋；可能是火灾烧毁了他们的最大的设施；也可能就是公司做出了错误的决策，比如冒险贷款。

不管怎样，很明显，你需要在合理数量的投资上分散你的资金，但是很多投资者，尤其职业基金经理人，投资面太窄，有些共同基金持有数百只股票，遍及一个行业。枪扎一条线，棍扫一大片，投资多数股票，定会使你获得大的市场收益。如果这正是你所要的，那么买进比互惠普遍基金费用低的标准普尔指数基金，你会大获其益。

那么，减少风险而需持有（而不是全都买进）的股票的合理数量是多少呢？在2003年一项名为《美国股权市场的股票多样化投资》的研究中，加利福尼亚州立大学教授H. Christine Hsu和H. Jeffrey Wei发现，如果你的投资中股票多于50只，风险分散化的益处会降低。（需要了解的是，此项研究的目标是那些分散化不充分的投资者，并且他们也说，对于更害怕风险的投资者，他们应持有超过50只的股票。不过，他们的结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论也不是绝对的。)

不过，要记住，尽管你无需在每个部门或行业都持有股票，但你需要在部门或行业间保持一定的分散度。比如，你肯定不想你的投资有80%或90%是零售业的股票。因为，如果零售业遭受较长期的困境，你就惨了。最好是确定自己的投资体系，比如确定在某一部门的投资可能超过你总投资的40%，长期坚持这一原则。

根据书上的介绍，从我们示范投资的结果你可以知道，我们的经验发现，如果使用指标导向投资系统，有10只或20只股票的投资可以非常成功。这种系统并不会使每次交易都会获益，但从历史上看，我们的模型获益比损失的次数要多。通过持有10只或20只股票，我就处于有利情形。尽管这种10只或20只股票的投资或许比整个市场更加脆弱，但这足以消除许多特定企业的风险了，同时因为规模不大不需要你花太多的精力来进行打理。即使比市场更脆弱也是值得的，自投资起（大多数投资始于四五年前），所有适用本书所介绍的投资策略的含10只股票的投资都是获利的，10项20只股票的投资中有9项也是获利的。实际上，大多数情况是这些投资经过足够长的时期都取得了起初市值1倍、2倍以及3倍的收益。这证明了投资面不要太窄的观念是可靠的。

大师投资法则四：分散化，但别想掌控市场

分散化在一定意义是好事。在特定资产中保持一定数量不同的股票可以减少风险，但别多到掌握整个市场。

坚定地以指标为导向，从长期看，有10只左右股票的资产可以决胜于市场。

尽管你无需每个部门或行业都持有股票，但要确保你的投资在这些部门或行业有一定的分散度。

法则五　投资要不拘一格，否则你的投资机会将受限制

另一种类型的分散化投资策略是按类型投资。看看报纸或网上的共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同基金名录吧，你会发现有那么多属于成长型或者价值型的基金被市场资本关注。小盘增长、大盘价值、中盘增长——这些基金只从市场的特定领域选取股票。这对机构投资者来说更是如此，因为他们有时会被要求把资产的一定比例投向传统的类型化的股票上。

类型化选股投资对管理巨额资本的机构可能会有效，但是对私人投资者来说，一个问题就是每一种类型的股票或涨或停，变化非常快。大盘价值股可能6个月都很强劲，而之后则走向疲软。

约翰·莫尔丁（John Mauldin）在其2004年的《牛眼看投资》（*Bull's Eye Investing*）这本书中举了一个恰当的例子。他介绍，1993—1999年，大盘成长股比大盘价值股以及小盘成长股和小盘价值股表现得都好，收益21.64%，小盘价值股在此间表现最差，收益13.9%。

但是，如果你把时间范围再扩大3年，即从1993—2002年，小盘价值股实际上是目前4种类型股票中表现最好的，收益15.23%，大盘成长股第二，比前者收益低了4个百分点（11.08%）。

如果你仅仅投资特定类型的股票，那么当你所选的那一类型不逢其时时，不管你炒股技术如何，你都将难以站稳脚跟。我们相信，对个人投资者来说，更好的办法是让你时时在整个股票市场中搜寻，如果在某一时期收益好的大多数股票属于中盘增长股，那为何不增加你手中这类型股票的持有量呢？如果你以指标为导向，好股票就是好股票，不管它是属于哪一类型的。有人可能会说，在不同类型的股票中把投资进行分割也就是使你的投资分散化是降低风险的一种途径。但实际情况是，这只会限制你的潜在收益，而且，从长远看，也具有风险。并非只有我们持这种看法，有个发展迅速地叫作策略导向型的投资也认为有更好的方法。类型导向型投资是一种关注于市场资本、绩优股与潜力的划分的传统的运动。实际上，它们不是截然不同的资产类型，因为仅仅以此为导向投资，不仅会限制你的收益，也不能够减少多少风险——而这是人们所期望的目的。

研究表明，策略导向型投资有其优越之处。一项在《投资咨询》杂志2006年5月号发表的由克雷格·卡拉汉（Craig Callahan）和托马斯·霍华德（Thomas Howard）进行的研究发现，类型导向型投资每年会使经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理人减少大概300个基点（1基点等于0.1%）的收益。其他研究传统也有相似结论。

最后，不言而喻了。选择市场中最好的股票，假以时日，你将收益巨大。

大师投资法则五：不拘一格

研究表明，类型化投资会使你每年减少大概300个基点的收益。

策略导向型投资会让你能够在任何持久时间选到市场上最好的股票，不管它是大盘股还是成长型股还是价值型股票。

法则六　不要为成为长线投资者而长期持有股票

我们在本书中谈了很多“长期投资”。但是，问题的关键是，我们此处所说的长期投资与以往的“长线投资”是不同的。一般情况下，长线投资被认为是“买进并持有”式投资，也就是，你研究股票，买进一只，然后不管怎样长期（经常是很多年）持有。

不过，我们认为可以更好地使你的投资增值，特别是像我们以及我们所介绍的投资大师那样采用一种投资系统，假设你想投资负债低、收益高并有很好的收益率的股票，而有一只股票正合你的要求，你将其买进，因为你相信，这样的股票在长期内将有很好表现。

但是如果那家公司的硬指标急剧变化怎么办？可能它有了新的巨额债务，或者它宣布了过去一年的糟糕的利润和销量，使得它再也不符合你挑选股票时的指标了，继续持有？毕竟，这不就是一个好的“长线投资者”所要做的——长期持有股票吗？

没必要，记住你买进股票的原因：它符合你选取股票的硬指标，既然不具备指标了，你为什么还要持有它呢？

然而，很多投资者却长期持有这种股票，有时确实有合理的原因——税务方面的考虑是会影响卖出决定的一个因素，我们将稍后讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是有时投资者继续持有的原因可不是什么好的原因，可能是因为他们知道要想决胜于市场必须要眼光长远，因此他们认为这就意味着要长期持有股票，也可能是因为指标变弱使股价降低而他们不想遭受损失。不管是什么情况，他们继续持有的股票曾因有硬指标（经过一段时间，这些硬指标将会带来高收益）而具有好的前景，但现在那些硬指标不存在了，因此也就没有好的前景。

虽然持有不再具备硬指标的股票因为表现不再好而恼人，但有人认为持有这些股票也具有机会成本。比如说，假设你持有一只指标不硬、收益率为1%或2%的股票，没什么，你想，这只股票仍然在给我们赚钱，没使我遭受损失，不是吗?

实际上这正在给你遭受损失，因为如果你购买另一只具备指标的股票可能在此期间会给你带来9%或10%的收益。尽管你持有的股票使你收益1%或2%，你却在损失8%——你选择抛出指标不佳的股票，而买进另一只更优股票所多得的8%的收益。（当然，也不一定必然如此，但是考虑到具有硬指标一般会有佳绩的事实，假以时日，其几率肯定是较大。）

我们认为长期投资实际上是长期坚持一种投资策略，而不是盲目地长期持有股票，如果投资策略是关注于低价销比股票（成长型）的，而你的一只股票的硬性指标发生变化以致其不符合要求，你应毫不犹豫地将其抛出并购进其他符合标准的股票，这意味着你可能在买进很短时间后就要将股票抛出——但你仍是一个长期投资者，因为你的投资是依照你长期坚持的长期投资策略做出的。

大师投资法则六：坚守策略——而不是股票

如果某只股票不再满足你将其买进时的标准了，就将其抛出。

你是一个长期投资者是因为你长期坚持你的投资策略，而不是因为你盲目地长期持有某些股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资关键法则

现在你学到了很多了，你掌握了投资策略和指导你如何对其进行运用的六项法则。你学到如何对其进行综合运用来控制风险或提高收益，你学到了如何缩水或限制选择而使你投资收益，以及你学到了如何控制住那些恼人的情绪。但我们还没完全准备好交给你保时捷车钥匙。还有一个关键法则我们还没有向你介绍——它是一个非常重要的法则。实际上，它是如此地重要却经常被投资策略所忽视，以至于我们决定专章对其进行讲解，急不可耐了？那就翻到下一页吧，你将看到这个最强的、关键的法则是什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第12章 刹车——选取好的时机出售股票

飞行不是最难的，最难的是平安回巢。

——马里奥·扎齐尼（Mario Zacchini）

似乎万事俱备了，我们有了一辆超级10引擎（我们所介绍的10种投资圣经）的强动力酷车，并知道如何驾驶它，实际上，我们确实能得心应手，在市场中纵横捭阖了。

但却有一个问题，这辆车的刹车在哪儿呢？尽管有这么多的投资策略可以告诉你买哪只股票会给你带来丰厚利润，但却没有哪个策略是解决股票投资的另一个问题的，也就是，什么时候出售股票最合适。

确实让人奇怪啊，因为对很多投资者来说，决定何时抛出股票可比决定买哪只股票要难得多。卡博特（Cabot）金融咨询公司发现，甚至连杰出的管理人都可能因为错误的卖出决策而每年损失100～200个基点的收益。一般的、非专业的投资者则可能损失更加惨重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者认为做出抛出决定非常难的一部分原因是由于有关这方面的建议有点少。卡博特公司和美国特许金融分析师学院（CFA Institute）的一项调查发现，70%以上的职业投资者都使用一种高度谨慎或以调研和客观标准为基础的抛出策略，菲尔德曼①在其文中提到，好像大多数投资者都有所保留。我们抛出股票的决策如此难的另外一部分原因则涉及一个古老而熟悉的“恶魔”——我们自己的大脑。

就如在我们要买股票时大脑会告诉我们别买不受欢迎的股票而买进那些“热股”，它们也会在我们努力确定何时应该抛出某只股票时给我们带来麻烦。如果你曾在市场上进行投资，你八成会发现那有多难。

有些意念使得抛出股票或者坚持一个抛出计划，成为一个艰难的任务。对于新手来说，非常恐惧后悔。我们每次判断失误，就会感觉糟糕，我们经常是捶胸顿足，想着我要那样做就好了，我本来可以那样做，我就应该那样做，这些困扰永远无法令人得到满足感。这在我们炒股失利时是肯定会发生的。人们总是事后诸葛，想着“本来可以非常容易地避免做出那个错误的决定的”。这些感觉非常令人烦恼，一个关于为什么人们总是错过最佳出售时机的理论认为，人们不想抛出自己已经贬值的股票，是因为他们本能地想推延那痛苦和后悔的感情，尽管那些股票已经几乎没有反弹的可能了。

这和我们前章所述的“短期避损行为”概念相似。1999年芝加哥大学教授理查德·萨勒在其论文《金融行为学的终结》中解释说，避损行为是指，决策者视损失多于收益，损失带来的痛苦两倍于收益带来的欢喜，计较于损失因此更痛苦，所以我们即使是在那些股票已无任何前景时也不愿将其售出以拖延痛苦的来临。

为了避免以上诸种情况的出现，有的人会为他们所购买的股票确定一个价格目标。他们事先决定如果股票收益达到30%，他们就将其卖出，从而取利。这从表面上看很好，但却存在另一个问题，并不是所有的股票收益都是一样的，有的股票可能收益30%后就下跌，但有的可能在收

① Feldman，原书未表明全名，有可能是普华永道前并购事务负责人马克·菲尔德曼。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益30%后又创出200%的收益，如此武断地确定售出时机即使不会使你损失更多，也不会给你带来多大好处。

机智地售出

那么面对如此的挑战，你怎么才能摆脱情绪控制而抓住最佳抛售时机呢？和你决定购买股票时控制情绪的方法一样：克制、冷静、客观地做决定，而不是受情绪左右或确定什么价格目标，这就是我们在管理模型投资组合时所做的，我们的投资管理业务也是如此。我们认为，这是取得骄人战绩的一大原因。

要理解我们的售出策略如何以及为何有用，你需要回顾一下我们的购买策略的基本前提，即从长期看，投资者都会购买因公司强大而具有硬指标的股票，而股价则因此而上涨。我们是否购买股票取决于那些硬指标是在涨还是在降，而不只是因为其价格是高还是低。当决定抛出股票时，唯一需要考虑的因素就是股价与股票的硬指标是如何联系的——也就是以价销比或者价利比等变量表现出来的情况。

你管理你的投资，肯定想选择那些具有最好条件的股票，因为（抱歉这让人感觉纪录被打破了似的）从长期看，投资者追逐那些具有硬条件的股票就是因为他们是优秀的大公司。

对，你肯定会说：这是在买股票，我们早都知道了，这和出售股票有什么关系呢？

这确实与出售股票密切相关。如果你买进股票是因为它们符合硬指标，并且，从长远来看，符合硬指标的股票是看涨的，因此，只要某只股票一直符合你买进时的硬指标，你就应该一直持有它。不管你买进之后它是下跌得厉害还是一路飙升，都无所谓，关键是看它还符不符合硬指标。价格——出售跟买进时一样——只在与那些硬指标发生联系（比如价销比或者价利比怎样）时才有意义。很多投资者因为价格下跌并认为要减少损失——或者因为价格上涨并认为明智的选择是见好就收以防止价格回落——而卖出股票；但是，这些决定是武断的，情绪化的。记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

住，你买进股票是因为它符合硬指标，有可能增值，如果它还符合硬指标，为什么不继续持有以让它继续增值呢?

如果某只股票不再符合硬指标，也就是说它不再满足当时你选择买进它时的标准了，那你就应该将其卖出并选择另一只符合标准的股票（也就是具有更好的升值前景的股票）了。

是否该售出股票是对股票价值进行一项持续评估的过程。你必须不停地评估你的股票前景将会如何——而不仅仅是一个月、6个月或者你买进时的股票前景。

那么，下一个问题是："不停地评估"是什么意思?是要每天（每周?每月?每年?）都检查一次以确认你持有的股票是否还符合标准吗?从2003年下半年开始，我们一直在本书大师投资策略指导下打理模型投资组合。对于每项资产，我们按照对资产进行评估的时间间隔长短——每月、每季度或者每年——进行划分。本书每一章的结尾所给出的模型组合的收益是我们包含10只或20只股票，每月评估一次的收益。从均值来看，每月评估一次的方法毛收益最高；每季度或者每年评估一次的方法尽管优于市场一般水平，但长期来看，较每月评估一次的收益还是稍逊一筹。截至2008年5月23日，按照我们的大师投资法则经营并每月评估一次的资产年平均收益率为16.2%，每季度评估一次的为15.4%，而每年评估一次的则为10.4%。

低廉的中介代理使得现今交易的性价比非常高（对大项资产尤为如此），并且，对于很多读者来说，每月评估一次很吸引人，而且因为有代理商的帮助，操作简单，成本低廉。不过，对你来说很重要的一点是，你要清楚每月评估一次需要花费较多的时间和精力——如果你是一位很忙的职场人士、一个喜欢旅行的退休人士或者要照顾小孩的家庭主妇，减少评估的频次对你来说可能更好，并且你有一个更好的机会来贯彻执行你所确定的投资策略。所以，不管你多长时间评估一次，关键的一点是你需要规定一个时间来评估你的资产，以确定你的资产在多大程度上还满足你将其买入时的指标。如果它们不再符合你买入时的指标，你就应考虑将它们卖出，重新购买符合指标的新股票。

如果你的某些资产收益颇高或亏损严重从而使得你的某项资产在总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产中比例失调，你同样可以利用调整投资期频率来调整各项资产的比重。这里的原则是使各项资产比重接近合理。不过，也不必做到比例完美，如果某只股票的表现有小的提升以致其贡献率较其他股票也有小的增长，你不必仅仅为了使比例精确而售出一些其他股票——这会带来较多的交易费用。你可以简便行事，确定一个重新调整的最低百分比，例如，不管什么时候你的某只股票在你的总资产中变多或者变少 10%，你就应该买进或卖出一部分这只股票以使比重合理。

坚定地坚持一个调整计划，可以使你的售出决定免受情绪的控制。你售出股票的决定将变得有规律性，并且是以指标为基础售出股票。就像买进股票时一样，没有任何冲动和不理智的成分。

不过，也有一些极少见的情形需要你在重新调整的时间到来前就卖出某只股票。如果某家公司陷入或者据传陷入一个大的会计或收入丑闻，你要立即将其售出，因为，你不能再相信它公布的财务信息了。另外，如果上次调整以后某家公司产生严重的破产危机，你也需要把它的股票立即售出。

比政府提前一步

尽管股票指标是决定你何时售出的主要因素，还有一个因素也在微妙地影响着你的售出时机。（注意：如果你的账户，如退休账户，不需纳税，那么这一部分就不适用。）

政府征税在两个层面影响股票收入：短期收入和远期收入。短期收入——一年或一年下的投资收入，按一般税率征税，根据你的收入而定，税率最高可达到 35%；远期收入——一年以上的投资收入，对大多数投资者按很低的税率征税，仅 15%。

大多数股市投资者的缴税比例高于 15%，这表明你的远期收益比你的短期收益缴税要少——有时要少很多。当你要把受益的股票卖出时，这就成为一个重要的考虑因素。当处于一个调整期时，你发现你的某只股票不再符合硬指标，那么先考虑一下你持有它有多长时间了。如果超过一年，毫不犹豫地把它卖出，但是如果你持有它还不满一年，你就应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该考虑考虑你要交多少所得税了。也就是说，要等满一年时你的收益才会达到最大。即使这只股票在下跌，你也应该持有一段时间。至于达到多少收益才要停止则完全取决于你，没有确定的答案，并且，未达到一年而持有一只"品质"正持续变坏的股票，明显是有风险的。但最重要的是，不管你对你的资产坚持哪种指导原则，都应该坚持不变。你不能胡乱猜测这些股票在满一年后将会怎样。

记住，人不可能不犯错

关于售出股票，还有一件事要记住：没有哪个投资者——包括世界上最成功的投资者——会不犯错误。记住马丁·茨威格所说的："从长期看，60%的正确率就会带来巨额收益，50%的正确率也会收益颇丰，甚至40%的正确率也会使你不败于市场。"

在股市上，没有人一贯正确——哪怕是几乎一直。即使是伟大的巴菲特也会投资失误。读读伯克希尔哈撒韦公司的年报你就会知道，巴菲特经常坦诚地谈论他哪里做得不好。

我们自己的经验也验证了茨威格的论断。本书所提到的所有资产组合，在我们5年的追踪中，决策正确率最高的是大卫·德雷曼投资法所指导的由10只股票构成的资产，它所选的股票有62.7%是收益的。就是这62.7%的正确率，使得它在5年内达到标准普尔指数收益的3倍。我们的资产中大多数的正确率在50%~60%之间——与完美相差甚远——但多数资产都取得了两倍、3倍甚至4倍的收益。认识到没人会永不犯错，哪怕是几乎永不犯错，可以使你在卖出股票承担损失时放轻松一点。

尽管你不能一直正确，但你可以使正确的次数多于犯错的次数，关键的一点就是你需要确定一个以指标为基础的买进和卖出计划，并且不管发生什么一直坚持。当你的资产时不时地表现欠佳时，你不可避免地会产生少量或大量售出某只股票并买进其他股票以改良资产的冲动。但是，如果你有一个细致的、量化的股票售出系统，你就不会因短期的惊恐不安而影响你的长期收益了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结论 你现在可以享受驾车的乐趣了

确定行动的路线并将其完成需要勇气。

——拉尔夫·瓦尔多·爱默生

好了，时机到了。现在你已经学到了史上最优秀的投资大师的投资策略，以及如何利用这些策略决胜于市场的方法。你也学到了一些简单而重要的法则，这些法则会使你在打理资产时对那些策略的运用达至最佳效果。你甚至学到了如何制定计划以战胜投资者面临的最大挑战：决定何时售出。现在你终于可以拿到“大师策略之车”来享受驾车的乐趣了。

你会发现，这辆车的最美妙之处是可以随你所愿对其个性化。喜欢价值股？选择多得很，如大卫·德雷曼和本杰明·格雷厄姆策略。喜欢成长股？那就试试马丁·茨威格或者詹姆斯·欧沙那希策略。并且，你可以随意把这些测量进行组合搭配以减少风险并增加收益。不管你用哪种或者哪些策略，我希望你认识到最关键的因素是，你需要确定一个原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则且不管发生什么都要长期坚持。在达到你的投资目标的途中，会遇到很多使你分心的因素。你可能碰到让你感觉会更快达到目标的“捷径”，也可能碰到很多人对你说他们发现一条更好的路。你有时甚至会怀疑自己选择的路，并且认为它正使你南辕北辙。

你要记住，指引你的那些人——创造这些策略的投资大师——才是专家级的。他们知道你的目标在何处，因为那就是他们曾经所要达到并已经达到了的地方，他们可不是那些让你选择捷径或转变方向的人。

你已具备摆脱障碍和克服错误建议并决胜于市场所需的一切了。记住，尽管做一个优秀的投资者殊非易事，但也不一定非常复杂。最大的困难不在选取股票或者管理资产的细节上；你不必是一个火箭专家（或者，拿我们所打的“大师车”这个比方来说，你不必是一个一级方程式赛车手）来获取丰厚收益。最困难的是克服我们所提到的那些心理或者情感障碍，使我们不受任何因素的影响向前进——现在你具备了帮助你成功的工具和知识了。

有了这些工具，你可以访问任何一家炒股网站并找到你所需要的有关特定股票的数据，这些数据使得这些投资策略发挥功效。你只需把这些数据套用一下就行了，然后用你所选的方法按部就班地看着某只股票上涨吧。

还有，如果你起步时（或炒股的任何时候）需要些帮助，别忘了你可以不停地从与本书相搭配的网站 www. guruinvestorbook. com 获得帮助。这一免费网站每天会给你推荐每一种策略下的 3 只股票，并有每只股票详细分析的链接。网站上的每天 30 只股票可以让你有一个很好的开端，这将给投资者非常好的指导。

最后，如果你不想自己打理你的资产，我们提供一项“私人助理”选择：订阅我们的 www. validea. com 服务。这一网站对上千只股票进行评估并每天更新。它也追踪每个大师投资策略以及各种策略组合所选取的股票所组成的投资模型组合。

好了，你可以上路了。拿上钥匙，享受驾车的乐趣吧！如果你坚持既定的路线，那你到达目的地时一定会非常高兴的！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录 A 基于大师策略的 10 只与 20 只股票投资组合的业绩

表 A—1 和表 A—2 列举了基于大师策略的模型投资组合的各种收益——从创建到 2008 年 7 月 15 日 5 年来大多数模型的业绩，包括开始于 2007 年年中到年末的熊市。在表 A—1 和表 A—2 及整个这本书中列举的模型投资组合是基于作者对每位大师及其公开披露的投资策略的分析。

这种模型投资组合的绩效并没有体现出大师们自己创造的实际收益，对它们的介绍是想使读者更深入地了解魏里迪尔网站开发的模型投资组合——即基于这些大师当中的每一位的量化的选股策略——的业绩状况。

这些投资组合的绩效不是回溯验证的结果，这些结果是建立在现场、模拟环境中的模型投资组合的基础之上的。而且，在投资组合中出现的所有股票符合合理的流动性要求，防止小规模、非流通股影响了绩效结果。大多数投资组合开始于 2003 年 7 月 15 日，但个别的投资组合的创建稍微晚些。10 只和 20 只股票的投资组合的绩效每月都进行调整，28 天为一个循环期。在调整日，每只股票（原持有的和新买进的）在投资组合内都恢复等额的比重，即 10 只股票的模型组合中每只股票 10%，20 只股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票的模型组合中每只股票5%。回报（时间加权全部回报率）使用在每个调整日的最终收盘价来计算。

投资组合回报不包括股息或交易费用，这些模型的以往业绩不一定代表未来的业绩。

所有模型投资组合可以在魏里迪尔网站（www. validea. com）上实时获得。

表 A—1　基于大师策略的模型投资组合：10 只股票

10 只股票的投资组合	开始日期	2003	2004	2005	2006	2007	2008	总收益	年收益率
本杰明·格雷厄姆	7/15/2003	45. 10%	21. 50%	10. 40%	26. 00%	−8. 10%	6. 70%	140. 40%	19. 20%
约翰·内夫	1/2/2004	N/A	21. 20%	15. 10%	22. 30%	−1. 90%	−22. 00%	30. 60%	6. 10%
大卫·德雷曼	7/15/2003	36. 20%	30. 00%	18. 40%	34. 30%	−12. 00%	−27. 70%	79. 20%	12. 40%
沃伦·巴菲特	12/5/2003	2. 00%	37. 30%	−4. 60%	16. 50%	−12. 20%	−11. 40%	21. 20%	4. 30%
彼得·林奇	7/15/2003	39. 60%	34. 70%	8. 40%	23. 30%	−13. 50%	−20. 20%	73. 50%	11. 60%
肯尼斯·费雪	7/15/2003	30. 70%	26. 00%	−2. 70%	40. 00%	19. 10%	−3. 70%	157. 40%	20. 80%
马丁·茨威格	7/15/2003	32. 10%	54. 80%	5. 80%	17. 30%	5. 20%	−19. 80%	114. 00%	16. 40%
詹姆斯·欧沙那希	7/15/2003	51. 60%	1. 00%	22. 40%	24. 00%	−3. 90%	−14. 90%	90. 20%	13. 70%
乔尔·格林布拉特	12/2/2005	N/A	N/A	−2. 80%	14. 4%	9. 10%	−9. 20%	10. 20%	3. 80%
约瑟夫·皮奥特洛斯基	2/27/2004	N/A	39. 90%	9. 00%	17. 90%	−4. 90%	−22. 10%	33. 20%	6. 80%
标普 500	7/15/2003	11. 10%	9. 00%	3. 00%	13. 60%	3. 50%	−17. 30%	21. 40%	4. 00%

表 A—2　基于大师策略的模型投资组合：20 只股票

20 只股票的投资组合	开始日期	2003	2004	2005	2006	2007	2008	总收益	年收益率
本杰明·格雷厄姆	7/15/2003	30. 50%	34. 60%	8. 50%	26. 40%	−1. 40%	3. 70%	146. 30%	19. 70%
约翰·内夫	1/2/2004	N/A	11. 40%	15. 60%	21. 60%	−10. 60%	−17. 70%	15. 40%	3. 20%
大卫·德雷曼	7/15/2003	27. 20%	30. 50%	21. 50%	29. 60%	−7. 80%	−26. 30%	77. 50%	12. 10%
沃伦·巴菲特	12/5/2003	2. 50%	27. 50%	−7. 70%	9. 60%	−6. 30%	−12. 80%	7. 90%	1. 70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

20 只股票的投资组合	开始日期	2003	2004	2005	2006	2007	2008	总收益	年收益率
彼得·林奇	7/15/2003	38.00%	24.80%	10.10%	20.50%	1.10%	-18.30%	88.80%	13.50%
肯尼斯·费雪	7/15/2003	24.50%	25.00%	12.50%	32.00%	6.70%	-7.80%	127.50%	17.80%
马丁·茨威格	7/15/2003	32.50%	41.50%	6.70%	11.00%	1.10%	-15.20%	90.20%	13.70%
詹姆斯·欧沙那希	7/15/2003	40.10%	11.90%	27.90%	19.40%	-2.70%	-15.80%	96.10%	14.40%
乔尔·格林布拉特	12/2/2005	N/A	N/A	-2.20%	13.40%	2.50%	-3.60%	9.60%	3.60%
约瑟夫·皮奥特洛斯基	2/27/2004	N/A	31.00%	10.80%	23.70%	-6.90%	-26.70%	22.60%	4.70%
标普 500	7/15/2003	11.10%	9.00%	3.00%	13.60%	3.50%	-17.30%	21.40%	4.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录 B　投资大师年度跟踪记录比较（实际或验证后收益）

表B—1列出的是本书涉及的各位投资大师的收益与标准普尔指数股票的总收益相比较的情况，这个表格是通过可获得的公开数据分析得出的。各位大师在以往每年是如何运用投资策略管理资产和基金的，以及他们相互之间与市场整体之间相比照的情况如何，此表的作用就是帮助读者对其有一个了解。

我们认为，读者注意到一种状况非常重要，即市场经常会出现投资不顺的年份，甚至两三年相对市场状况连续不顺的现象。但是，这些大师并没有因为遇到投资挫折就将自己的策略放弃，反而长期坚持，因此在总体上他们的收益是不错的。你会发现，他们经历在一两年或者三年的损失之后收益会急速增长。尽管在你的策略遭遇挫折（特别是连续两年的挫折）时你会备受折磨，但超常投资收益的秘密之一就是长期坚持被证明是正确的投资策略，哪怕这个策略在一两年里一直战绩不佳。

表B—1列出的各位投资大师的投资业绩，是利用不同的业绩报告或者基于假设性重复验证计算得出的结果。表B—1之后的表B—2中还有更深入的解释和参考文献。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 B—1 大师业绩

年份	标普 500	本杰明·格雷厄姆	约翰·内夫	大卫·德雷曼	沃伦·巴菲特	彼得·林奇	马丁·茨威格	肯尼斯·费雪	詹姆斯·欧沙那希	乔尔·格林布拉特	约瑟夫·皮奥特洛斯基
1945	42.76%	26.89%									
1946	-11.85%	-8.16%									
1947	0.83%	12.31%									
1948	9.94%	14.57%									
1949	19.51%	20.05%									
1950	35.66%	26.91%									
1951	17.96%	16.46%									
1952	15.12%	15.55%									
1953	14.36%	1.17%									
1954	46.36%	13.65%									
1955	24.11%	20.19%									
1956	12.32%	26.53%									
1957—1963	无业绩记录										
1964	16.50%		4.30%						25.10%		
1965	12.50%		29.10%						30.80%		
1966	-10.10%		-3.30%		-10.50%				-5.10%		
1967	24.00%		31.50%		17.60%				53.50%		
1968	11.00%		21.40%		85.00%				38.50%		
1969	-8.40%		-3.80%		13.50%				-21.50%		
1970	3.90%		6.40%		-7.10%				4.30%		

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

年份	标普 500	本杰明·格雷厄姆	约翰·内夫	大卫·德雷曼	沃伦·巴菲特	彼得·林奇	马丁·茨威格	肯尼斯·费雪	詹姆斯·欧沙那希	乔尔·格林布拉特	约瑟夫·皮奥特洛斯基
1971	14.60%		7.50%		76.90%				23.90%		
1972	18.90%		10.20%.		14.50%				16.80%		
1973	-14.70%		-25.00%		-10.10%				-16.70%		
1974	-26.40%		-16.80%		-43.70%				-20.70%		
1975	37.20%		54.50%		-5.00%				47.90%		
1976	23.60%		46.40%		134.20%				35.80%		57.30%
1977	-7.40%		1.00%		55.10%	12.70%			14.80%		12.10%
1978	6.40%		8.80%		10.10%	29.50%			20.80%		2.30%
1979	18.20%		22.60%		110.50%	49.80%			32.10%		36.60%
1980	32.30%		22.60%		32.80%	64.60%			41.50%		46.60%
1981	-5.00%		16.80%		31.80%	-22.60%			1.90%		25.70%
1982	21.40%		21.70%		38.40%	-1.30%			28.30%		46.30%
1983	22.40%		30.10%		69.00%	82.80%	17.40%		35.60%		32.40%
1984	6.10%		19.50%		-2.70%	-10.10%	5.90%		1.30%		-0.90%
1985	31.60%		28.00%		93.70%	34.20%	29.80%		38.80%		29.70%
1986	18.60%		20.30%		14.20%	7.70%	28.90%		19.10%		23.70%
1987	5.10%		1.20%		4.60%	-17.60%	14.00%		3.10%		4.30%
1988	16.60%		28.70%		59.30%	20.50%	3.50%		28.10%	27.10%	11.70%
1989	31.70%		15.00%		84.60%	23.90%	22.70%		3.70%	44.60%	21.80%
1990	-3.10%		15.50%		-23.10%	-9.90%	5.10%		-5.10%	1.70%	24.50%
1991	30.50%		28.60%		35.60%	27.20%	34.90%		44.10%	70.60%	62.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续前表

年份	标普500	本杰明·格雷厄姆	约翰·内夫	大卫·德雷曼	沃伦·巴菲特	彼得·林奇	马丁·茨威格	肯尼斯·费雪	詹姆斯·欧沙那希	乔尔·格林布拉特	约瑟夫·皮奥特洛斯基
1992	7.60%		16.50%	16.70%	29.80%	-8.20%	6.10%		18.60%	32.40%	34.90%
1993	10.10%		19.40%	6.00%	38.90%		6.50%		25.30%	17.20%	13.00%
1994	1.30%		-0.10%	-2.50%	25.00%		2.80%		-0.30%	22.00%	0.50%
1995	37.60%		25.20%	42.20%	57.40%		17.90%		22.40%	34.00%	36.00%
1996	23.00%			28.80%	6.20%		11.70%	28.60%	26.70%	17.30%	29.90%
1997	33.40%			31.90%	34.90%			33.6%		40.40%	
1998	28.60%			12.00%	52.20%			21.40%		25.50%	
1999	21.00%			-13.20%	-19.90%			17.20%		53.00%	
2000	-9.10%			41.30%	26.60%			15.60%		7.90%	
2001	-11.80%			1.20%	6.50%			-10.20%		69.60%	
2002	-22.10%			-15.80%	-3.80%			-5.70%		-4.00%	
2003	26.70%			31.30%	15.80%			-7.30%		79.90%	
2004	10.90%			13.50%	4.30%			20.50%		19.30%	
2005	4.90%			7.70%	0.80%			5.30%			
2006	15.80%			17.30%	24.10%			17.70%			
2007	5.50			-1.40%	28.70%						

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 B—2 绩效解析

Guru	绩效解析	来源
本杰明·格雷厄姆	格雷厄姆—纽曼公司的回报（全部回报）	www. cfapubs. org/doi/abs/10. 2470/rf. v1977. n1. 4731. 4
约翰·内夫	在内夫任职温莎基金期间的回报（VWNDX，全部净回报）	*John Neff on Investing* (2001), Appendix A
大卫·德雷曼	DWS德雷曼高回报基金的回报（KDHAX，全部净回报）	DWS funds
沃伦·巴菲特	伯克希尔哈撒韦公司A股回报（但仅仅为股价回报，我们不在意股息）。巴菲特本人更喜欢通过伯克希尔票面价值的年度增长来衡量自己的回报，但是与我们所探讨的伯克希尔的年度股价业绩相符。	Yahoo Finance/CSI (BRK – A) and CBS MarketWatch Historical Quotes/FTInteractive for BRK. A
彼得·林奇	富达麦哲伦共同基金的回报（FMAGX，全部净回报）	CBS Marketwatch Historical Quotes for 1982—1992; prior to that from Fidelity Investments
马丁·茨威格	在茨威格绩效评级报告投资简讯中运用赫伯特的方法推荐的股价回报。	*The Hulbert Financial Digest* (1996), table of annual performance for Zweig newsletter
肯尼斯·费雪	全球全部收益综合回报（运用财政年度起始日全部净回报）	*The Only Three Questions That Count: Investing by Knowing What Others Don't* (2006), Appendix K
詹姆斯·欧沙那希	联合基石成长和价值策略的年度业绩（依据回溯验证的策略的价值回报）	*What Works on Wall Street*, rev. ed (1998) Tabel 20 – 4
乔尔·格林布拉特	神奇程式策略的回溯验证的业绩（依据回溯验证的策略形成的股价回报）	*The Little Book that Beats the Market* (2005), Table 6. 1
约瑟夫·皮奥特洛斯基	高收益率的净值市价股的回溯验证的业绩（依据回溯验证的策略产生的股价回报）。皮奥特洛斯基记录了高于加权指数的年度收益，我们已经将标普500总收益指数添加到他的业绩表中，以充实完善本表数据。	"Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers," Appendix 1
标普500指数	全部回报	Yahoo Finance, S&P/Barrawebsite for 1975—2004; for 1945—1956 see source for Graham; for 1964—1974 see source for Neff

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者后记



本人有机会参与了这部《投资大赢家》的中文翻译工作，对于个人而言不啻一偿夙愿，也等于接受了一次再教育。本人在翻译过程中感到这本书涉猎广泛，内容丰富，术语准确，概念清晰，可操作性极强，堪称投资方面的鸿篇巨制，值得在此稍作说明。

本书详细介绍了不同凡响的10位投资大师的生平经历、投资理念、投资方法及骄人的投资业绩。他们的投资业绩斐然，尤其令我们敬佩。他们征战股市数十年，是如何历练出他们的不败金身，本书重点从以下几方面：不同凡响的成长经历、高瞻远瞩的投资理念、冷静从容的投资心理和创新务实的投资方法做出说明。这里撷取几例与大家一道分享。

比如，当市场遭遇危机的时候，大师们的建议是：

林奇认为应该保持这种心态："身在市场你必须要明白，经济下滑是必然要发生的，而且它们将达到一个转折点，因此每隔几年你就会得到10%的回升。这不过是瞬时损失巨大的一个喘气的空隙……因为熊市是20% -25% -30%的下滑。这是必然会发生的，并且没人知道何时开始，如果你对此尚未准备好，那么你就不应该炒股，我的意思是，对于炒股的人，最重要的不是头脑，而是勇气，你有能承受这些下挫的勇气吗?"

德雷曼的信念是："市场危机提供了绝好的赚钱机会，因为它在最疯狂的时候释放了过分反应"，"人们不再查看股票值多少钱，而是他们被股价的暴跌弄得目瞪口呆，引起危机的事件总是被认为是新事件"，"在恐慌时买进，不要抛售"。

茨威格写道："在几个主要趋势中选择正确的来赢取股票市场的巨大利润。我坚信不要迎着风浪游泳，在择时模型处于熊市时，我很少推荐购买股票，而在牛市时很少推荐卖空……这个观点就是和市场保持一致，和趋势作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对是自取灭亡。”（最主要一点是茨威格一边专注于与外界市场保持同步，一边告诫自己努力预测精确的市场高峰与低谷，这一点是别人怎样也做不到的。）

作者对投资大众处于熊市时的恐慌心理的原因做出如下分析：这种习惯的主要原因之一还是源自于我们的内心：我们的情绪。作为人类，我们是情绪化的动物。在人生的很多状态中，情绪会帮助我们。例如，当我们身陷危急之中，会感到恐惧，大脑将这种感受解释为安全出逃的信号。但在股市中，情绪是我们的头号敌人之一。本能告诉我们，当看到危险时我们应该逃离。当我们的投资开始亏损时，我们所能看到的危险——发生亏损的危险，没有钱给子女缴纳学费的危险，退休金不足的危险，凡此种种，我们在面临这些危险时，第一反映就是逃离，或者是在这种情况下抛出股票。

本书还一步一步深刻细致剖析了每位投资大师的投资方法，并且采用量化可计算的方式，其中包括乔尔·格林布拉特的“神奇程式”、肯尼斯·费雪选股的价格销售比、林奇所开发的市盈率/增长率、本杰明·格雷厄姆的“价值投资”方法，约翰·内夫观点如何选取市盈率低的股票，约瑟夫·皮奥特洛斯基公开的备受瞩目的有关高净值市价比……

一次投资成功，靠的是运气；长期投资成功，靠的是智慧。大师们长期投资的智慧体现在正确思考习惯和投资信念。我们要学习大师们的投资技巧，投资策略，还要学习和领悟他们的思考习惯和投资理念，因为良好的思考习惯和正确的投资信念是形成熟练的投资技巧和科学的投资理念的基础，便于我们在复杂多变的市场中把握机会。大师们的这些智慧的结晶有待于我们认真深入的学习和挖掘。

本书在翻译过程中参考了多部译著，其中包括《彼得·林奇的成功投资》、《巴菲特之道》、《大师谈投资》等，在此一并表示感谢。

虽然译者和编辑尽了很大的努力，但是囿于时间关系，译文中可能还存在着一些未尽人意甚至错误之处，请读者不吝赐教。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著作权合同登记号
图字：01-2009-0262

华尔街超级投资大师经典投资策略

沃伦·巴菲特
冲动和支出是投资者的敌人；投资应当基于这样一种理念，即股票是公司的一个侧面；我们最喜欢的持有期限是永久。

彼得·林奇
从买进你所了解的公司的股票开始，遵循以“价格/收益/成长性”比率识别股票的投资原则；在股市中赚钱真正的关键是不要害怕短期的滑坡。

本杰明·格雷厄姆
做一个真正的“投资者”，不买太贵的投资产品；理性判断风险和收益是否匹配，持有价格合理的基金资产。

肯尼斯·费雪
三特性决定超级强势股；股价/营收比 (PSR)与股价/研发费用比(PRR)最关键。

约翰·内夫
冷门股中亦有黄金，自律、执著长期胜利。

乔尔·格林布拉特
关注资本回报率和收益率，神奇程式两步法震惊商学两界。

詹姆斯·欧沙那希
克服情绪，准则优先，优化配置，简单取胜。

大卫·德雷曼
反向思维，熊市披靡。

马丁·茨威格
收益收益，更多收益；保守增长，技术分析，成长型股票的巨额收益。

约瑟夫·皮奥特洛斯基
提高投资收益的关键在于投资那些实力雄厚但因种种原因被低估了高净值市价比的公司。
3个指标9个方法将帮你找到这样的公司。



THE GURU INVESTOR

湛庐文化·出品
Cheers Publishing



WILEY
Publishers Since 1807

上架指导：金融投资/个人理财



ISBN 978-7-300-11389-0

定价：39.80元